

Раздел 3. Финансовые рынки и финансовые институты

3.1. Российский финансовый рынок¹

3.1.1. Рынок акций в 2019 г. и в I квартале 2020 г.

2019-й год был одним из самых удачных периодов в истории рынка акций российских компаний. На 10-летнем временном горизонте с 2010 г. по 2019 г. среднегеометрическая доходность инвестиций в российские акции в рублях составила 8,3% годовых, уступив по доходности лишь таким рынкам, как США, скандинавские страны, Япония, Индия, Филиппины и Аргентина (рис. 1). Среднегодовая доходность вложений в акции российских компаний в долларах составила 0,7%, что было существенно ниже рублевой доходности вложений в те же акции из-за ослабления курса рубля в посткризисный период.

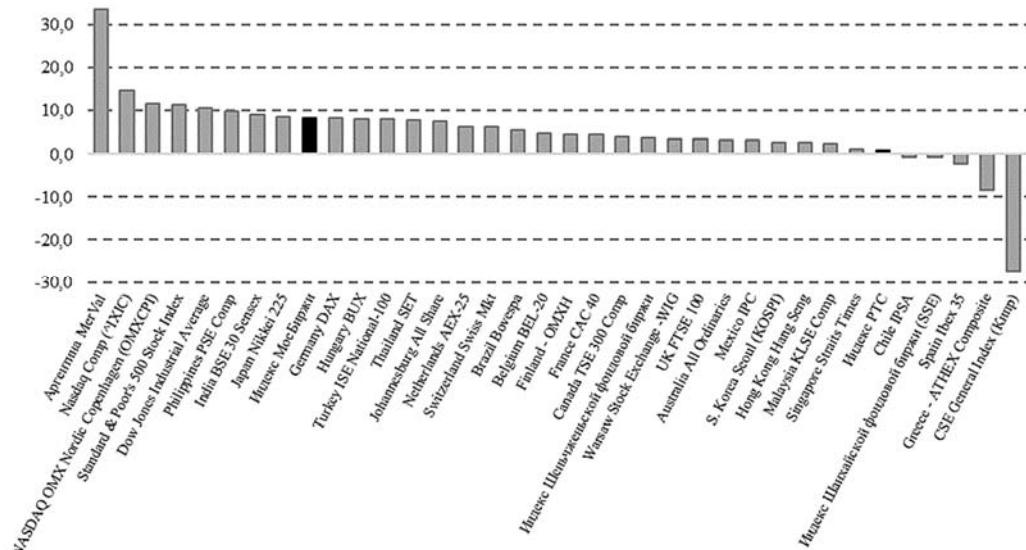


Рис. 1. Среднегеометрическая доходность 36 мировых фондовых индексов на крупнейших биржах за период 2010–2019 гг., % годовых

Источник: расчеты авторов по данным The Wall Street Journal.

¹ Авторы раздела: Абрамов А.Е., канд. экон. наук, заведующий лабораторией анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС; Чернова М.И., научный сотрудник лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС.

В 2019 г. доходность акций российских компаний была одной из самых высоких среди фондовых индексов в мире (*рис. 2*), достигнув 44,9% по индексу РТС и 28,6% – индексу МосБиржи. Из 36 фондовых индексов самых крупных фондовых рынков в мире индекс РТС уступил лишь индикатору греческого рынка акций ATHEX Composite, который вырос на 49,5%. Необычным также было то, что валютный индекс РТС существенно превзошел индекс МосБиржи, который состоит из тех же выпусков акций, но с фиксацией их цен в рублях. Это было вызвано тем, что высокая доходность акций российских АО в 2019 г. сочеталась с укреплением курса рубля к доллару, что создавало дополнительные стимулы вложений в акции российских компаний со стороны иностранных инвесторов.

Однако последовавшие в I квартале 2020 г. события, приведшие к обвалу рынков акций в России и в мире, в очередной раз напомнили, что бурный рост цен акций не может продолжаться долгое время и за годами высокой доходности фондовых индексов, как правило, следуют периоды серьезных спадов. По состоянию на 20 марта 2020 г. российские акции стали мировыми лидерами падения котировок: с начала 2020 г. индекс РТС упал на 40,3%, индекс МосБиржи – на 23,5%. Из 36 фондовых индексов, значения которых приведены на *рис. 2*, сильнее чем индекс РТС снизились лишь цены акций в Таиланде, Аргентине и Бразилии. Более глубокое падение индекса РТС по сравнению с индексом МосБиржи на этот раз было вызвано тем, что корректировка рынка акций сопровождалась ослаблением рубля к доллару.

Основным фактором кризиса на рынке акций и валютном рынке в начале 2020 г. стало наступление двух неожиданных событий: мировой пандемии коронавирусной инфекции COVID-19 и срыва соглашения между странами ОПЕК и Россией по ценам на нефть 6 марта 2020 г., что привело к ценовой войне и обвалу нефтяных цен на рынке.

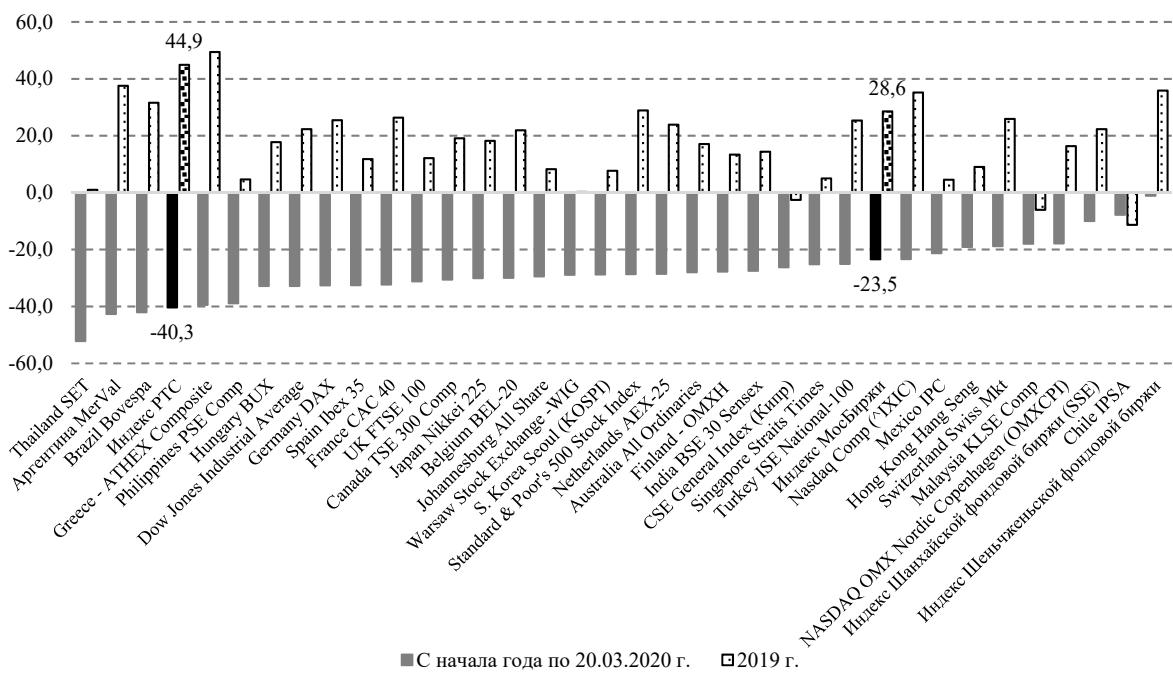


Рис. 2. Доходность 36 мировых фондовых индексов на крупнейших биржах в 2019 г. и в I квартале 2020 г. (по состоянию на 20 марта), % годовых

Источник: расчеты авторов по данным The Wall Street Journal.

Как показано на *рис. 3*, среди 27 стран в 2019 г. Россия была одним из лидеров по укреплению национальной валюты к доллару, курс рубля за это время повысился на 12,1%. Из перечисленных стран более сильно, на 17%, укрепилась только украинская гривна. Укреплению рубля в это время способствовали комфортные цены на нефть, действие валютного правила при формировании бюджета и меры по макроэкономической стабилизации, способствовавшие притоку иностранных инвестиций на рынок государственного долга.

Однако в I квартале 2020 г. ситуация на валютном рынке резко изменилась. С начала года по 20 марта 2020 г. курс рубля по отношению к доллару упал на 22,4%. Уровень ослабления рубля стал одним из самых сильных на фоне 27 крупнейших валют мира. В Большой мере снизились только мексиканское и аргентинское песо, норвежская крона – соответственно на 22,5, 25,5 и 36,9%. Как видно на *рис. 3*, наиболее сильно от мартовского шока 2020 г. пострадали валюты стран, экономика которых сильно зависела от доходов от экспорта нефти (Норвегия, Мексика, Россия, Бразилия, Казахстан и др.), а также государства, финансовая стабильность которых во многом обеспечивалась за счет внешнего финансирования (Аргентина и Украина).

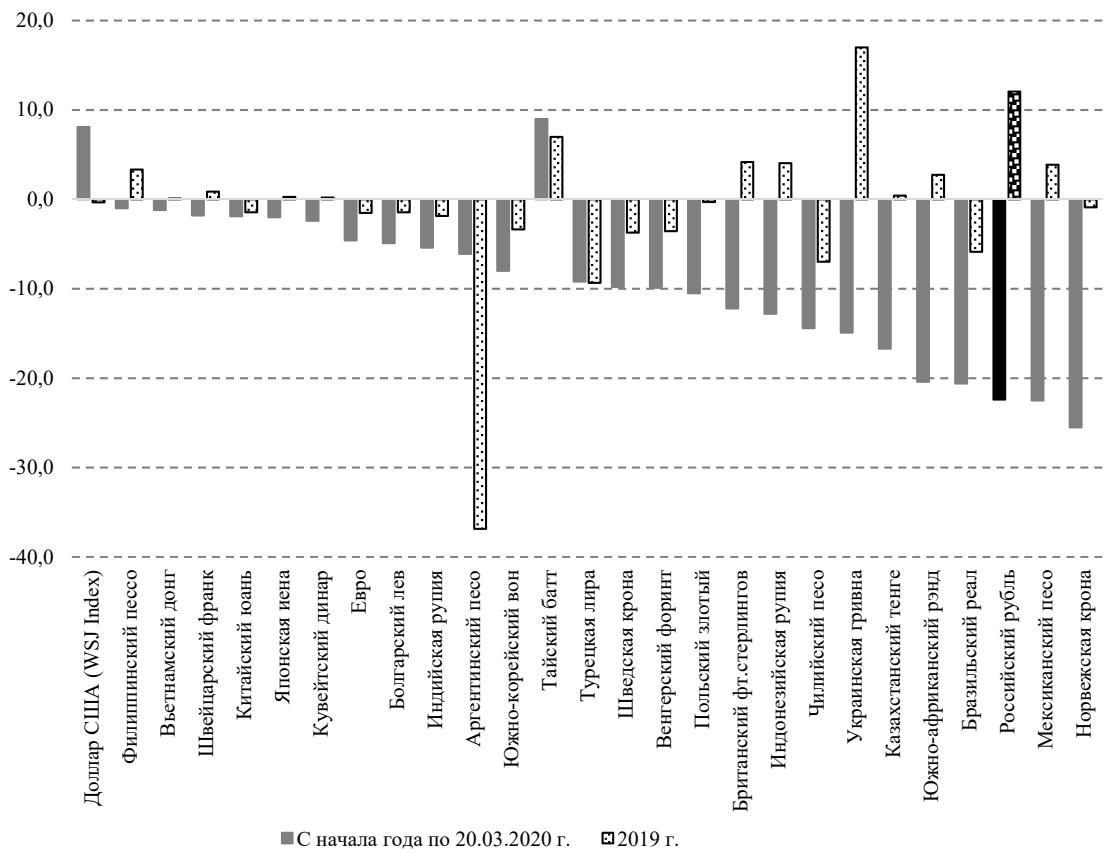


Рис. 3. Изменение стоимости национальных валют 27 стран в 2019 г. и в I квартале 2020 г. (на 20 марта), %

Источник: расчеты авторов по данным The Wall Street Journal.

Итоги работы финансовых рынков в 2019 г. невозможно рассматривать вне шоков на рынках инвестиционных активов, случившихся в I квартале 2020 г. В отличие от многих предшествующих кризисов события на финансовых рынках в начале 2020 г. были вызваны неожиданными внешними шоками: пандемией и ценовой войной стран экспортёров нефти. Текущий кризис начался не с кризисов долгов отдельных компаний и стран, а с падения цен на рынках таких активов как акции, нефть и иные сырьевые ресурсы, валюты ряда стран. На момент написания данного обзора шок на рынках указанных активов пока еще не проник на долговые рынки и не проявился в виде рецессии, официально признаваемой крупнейшими странами.

Анализ трендов в развитии российского финансового рынка в I квартале 2020 г. можно осуществлять на основе общепризнанных критериев финансовых кризисов. В качестве таких критериев могут использоваться оценки, приводимые в одной из наиболее авторитетных работ по финансовым кризисам в мире американских экономистов Кармен Рейнхарт и Кеннета Рогоффа, написанной в 2009 г. и опубликованной на русском языке в 2011 г. (*табл. 1*).

Таблица 1
**Количественные критерии финансовых кризисов
Кармен Рейнхарта и Кеннета Рогоффа**

Разновидности кризисов	Критерии кризиса
Инфляционные кризисы	Пороговое значение инфляции в размере 20% в год
Валютные кризисы	Годовое обесценение курса, которое превышает 15%
Банковские кризисы	Наличие хотя бы одного из двух событий: 1) банковская нестабильность из-за массового изъятия депозитов, что приводит к закрытию, поглощению или национализации одной и более финансовых организаций; 2) закрытие, поглощение, национализация или крупномасштабная государственная поддержка важного финансового института (или группы организаций).
Кризис внешнего долга	Суверенный (государственный) дефолт как неспособность правительства произвести основные выплаты долга или выплату по процентам на установленную дату.
Кризис внутреннего долга	Применяется данное выше определение кризиса внешнего долга. Дополнительно включает также замораживание банковских депозитов и/или принудительную конверсию таких депозитов из долларов в национальную валюту.
Корпоративные дефолты	Из-за ограниченности исторической статистики нет строгого определения признаков такого кризиса. Однако корпоративные дефолты и банковские кризисы во многом коррелируют друг с другом.
Крах на рынке акций	Использован критерий Барро и Урсуа ¹ , определяющий крах на рынке акций как кумулятивное снижение реальных цен на акции на 25% и более.

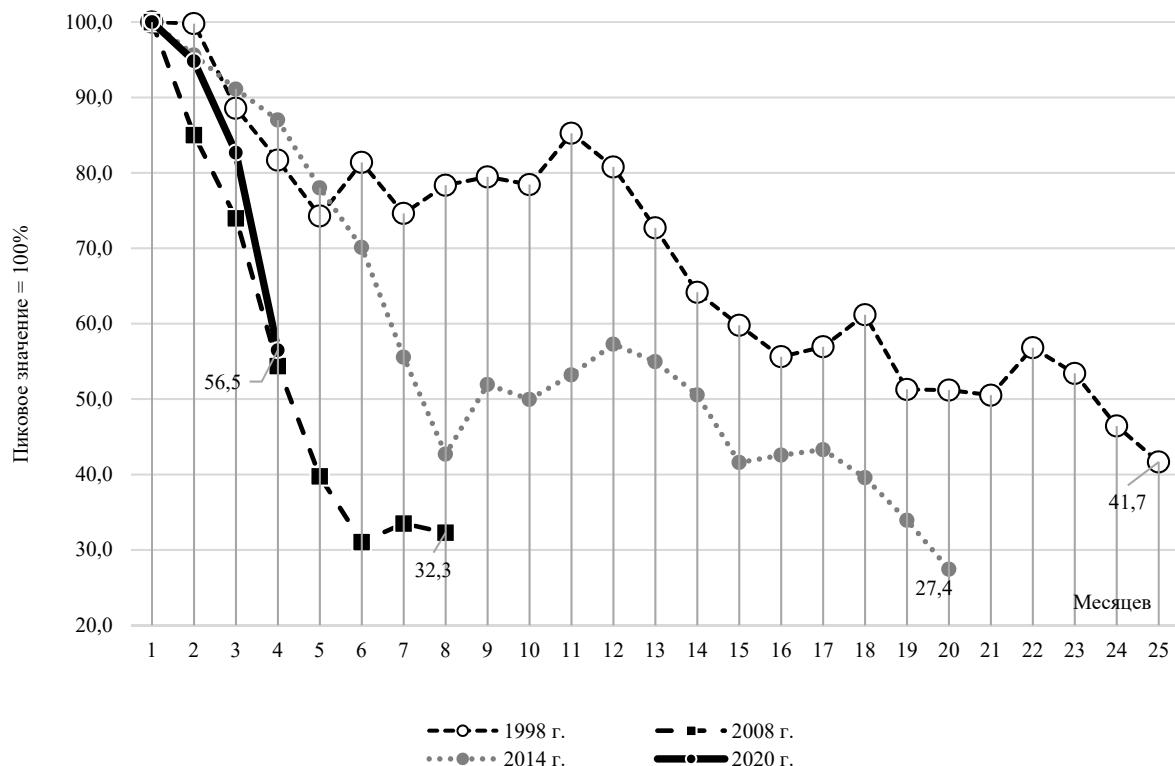
Источник: составлено авторами по монографии Рейнхарт и Рогоффа².

Основным каналом воздействия на ослабление рубля и падение рынка акций российских компаний в начале 2020 г. стало начало ценой войны на рынке нефти между странами ОПЕК и Россией на фоне падающего спроса на нефть под воздействием замедления глобальных экономик от коронавируса. Формально это произошло на совместном заседании представителей ОПЕК и России 6 марта 2020 г. Как показано на *рис. 4*, с декабря 2019 г. по 20 марта 2020 г. среднемесячная цена нефти сорта Brent снизилась на 45,5%. В работе Рейнхарт и Рогоффа не рассматриваются кризисы на рынках товарных активов,

¹ Barro, Robert, and Jose F. Ursua. (2009). Stock Market Crashes and Depressions. NBER Working Paper 14760. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass. February.

² Рейнхарт К.М., Рогофф К.С. (2009). На этот раз все будет иначе. Восемь столетий финансового безраскусства / Кармен М. Рейнхарт, Кеннет С. Рогофф [пер. с англ. Д. Стороженко]. – М.: Карьера Пресс, 2011.

поэтому мы не называем случившееся нефтяным кризисом. Однако из всех предшествующих трех шоков цен на нефть в 1998 г., 2008 г. и в 2014 г. снижение нефтяных цен за первые три месяца 2020 г. шло практически также быстро, как и во время кризиса 1998 г.



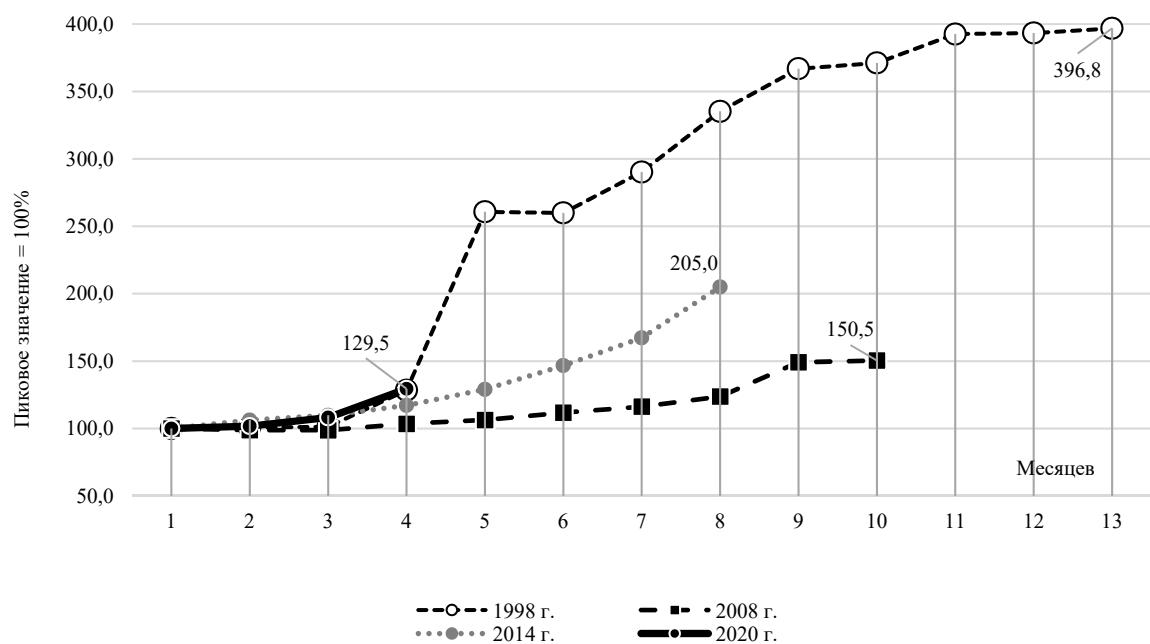
Примечание. Среднемесячная цена нефти сорта Brent в марте 2020 г. рассчитана за период с 1 по 20 марта 2020 г.

Рис. 4. Снижение среднемесячных значений цен нефти марки Brent с пиковых значений в декабре 1996 г., июле 2008 г., июне 2014 г. и декабре 2019 г., % (пик = 100%)

Источник: расчеты авторов по данным Thomson Reuter и информационного портала компании Финам. ([URL: https://www.finam.ru/profile/moex-akcii/gazprom/export/](https://www.finam.ru/profile/moex-akcii/gazprom/export/)).

С декабря 2019 г. по 20 марта 2020 г. курс рубля снизился на 29,5% при том, что Рейнхарт и Рогофф валютным кризисом называют ослабление национальной валюты к доллару на 15% в год. Как показано на рисунке, по сравнению с другими кризисными сценариями 1998 г., 2008 г. и 2014 г. ослабление рубля в начале 2020 г. под влиянием нефтяных цен шло самыми быстрыми темпами, хотя, конечно, оно вряд ли может повторить траекторию девальвации рубля в августе 1998 г. На современном этапе ослаблению курса рубля способствовало то, что падение цен на нефть происходило в условиях практически полной либерализации валютного курса, что во многом делало более прозрачным механизм курсообразования даже в столь сложной ситуации. При этом на момент написания обзора было пока не ясно, станет ли текущее ослабление рубля постоянным по мере неизбежного восстановления уровня нефтяных цен в будущем. По предшествующему опыту известно, что при высоком уровне зависимости российской экономики от цен на экспортные ресурсы сравнительно краткосрочные ослабления рубля трансформируются

в его долговременную девальвацию в случае, если после ценовых шоков на рынках товарных активов цены на нефть в последующие годы в среднем остаются на более низких уровнях, чем они были в предкризисные период.



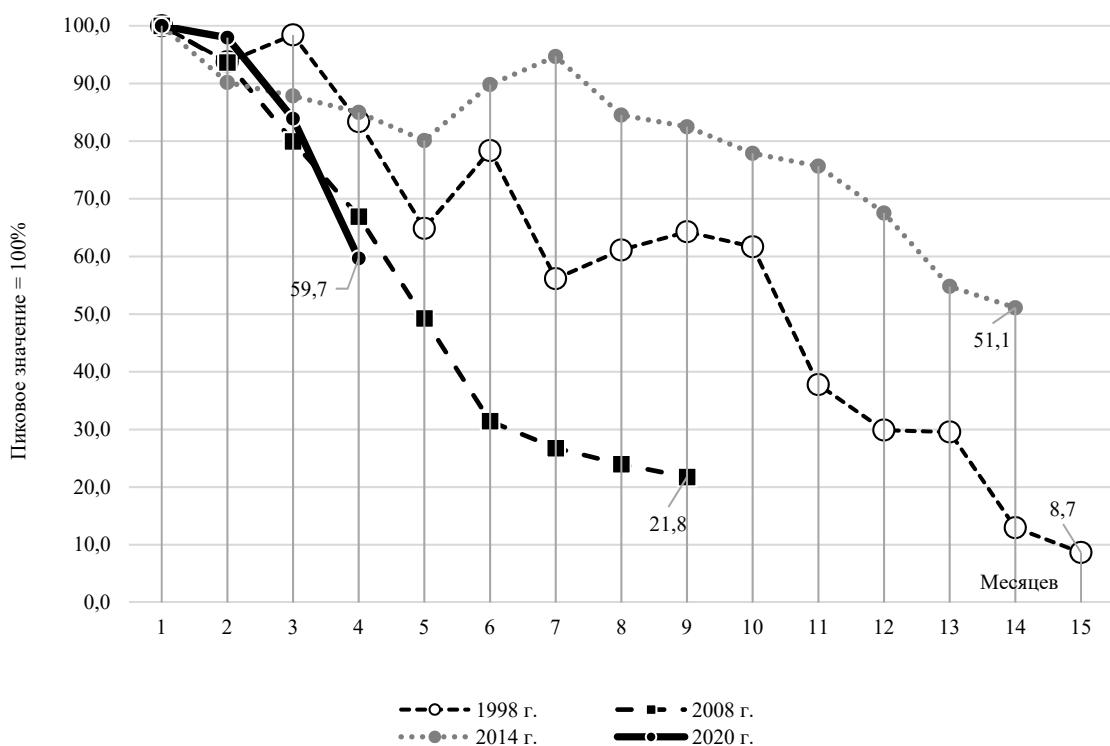
Примечание. Курс доллара в рублях в марте 2020 г. – по состоянию на 20 марта 2020 г.

Рис. 5. Изменения ежемесячных значений курса доллара в рублях по отношению к его пиковым значениям в мае 1998 г., мае 2008 г., июле 2014 г. и декабре 2019 г., % (пик = 100%)

Источник: расчеты авторов по данным Банка России.

Как показано на *рис. 6*, с декабря 2019 г. по 20 марта 2020 г. индекс РТС снизился на 40,3%, что оказалось самым серьезным снижением данного рынка по сравнению с острыми фазами кризисов 1998 г., 2008 г. и 2014 г. Согласно классификации Рейнхарта и Рогоффа, Барро и Урсуа, если данное снижение сохранится по итогам 2020 г., нынешние события на рынке акций можно будет считать полноценным финансовым кризисом. Однако важно, что до сих пор как на российском, так и на глобальном финансовом рынках резкое снижение цен акций из-за опасений наступления рецессии экономик пока не привлекло за собой кризисов на рынках долговых финансовых инструментов¹.

¹ Более подробно о надвигающемся финансовом кризисе и перспективах финансового рынка см.: Сухова С. (2020). «Мы получили странный кризис»; Экономист А. Абрамов – об экономической турбулентности на фоне коронавируса. Огонек №12, 30 марта. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/4299705?from=vybor>



Примечание. Значение индекса РТС в марте 2020 г. – по состоянию на 20 марта 2020 г.

Рис. 6. Изменения индекса РТС по отношению к его пиковым значениям в июле 1997 г., мае 2008 г., феврале 2014 г. и декабре 2019 г., % (пик = 100%)

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

Однако даже с учетом падения российского фондового рынка в начале 2020 г., он сохранял свою инвестиционную привлекательность для ряда иностранных инвесторов, о чем свидетельствует публикация в респектабельном деловом издании Barron's¹. В ней приводятся мнение директора по инвестициям (CIO) крупной американской управляющей компании Invesco Джастина Леверенца (Justin Leverenz), который считает, что «Россия представляет одно из самых привлекательных мест на планете для инвестиций», однако получить отдачу здесь можно только через год или два. Управляющий инвестициями в акции на развивающихся рынках Европы банка JP. Morgan Дэвид Асеркофф (David Aserkoff) считает, что в последние годы «российские компании были охвачены тихой революцией в сфере управления, которая превратила их в лучших плательщиков дивидендов на развивающихся рынках». Согласно оценкам старшего менеджера по управлению валютным портфелем другой большой управляющей компании – State Street Global Advisors Аарона Херда (Aaron Hurd), рубль вернется от своего текущего уровня около 80 к доллару до 60 или 65 в течение следующих двух лет, что позволит получить доходность в размере до 40% на рынке рублевых облигаций.

Начало новой волны падения фондовых индексов в России произошло в момент, когда они так и не завершили полного восстановления до уровней, предшествовавших началу

¹ Mellow C. (2020). Russia's Stocks Are a Buy Only for Very Patient Investors. Barron's, online. March 27.

кризиса 2008 г. (рис. 7)¹. По итогам 2019 г. рублевый индекс МосБиржи достиг уровня 158,5% от своего значения по состоянию на май 2008 г., в то время как валютный индекс РТС составил лишь 63,0% от своего размера по состоянию на эту же дату. Восстановление стоимости одного и того же портфеля акций в рублях произошло быстрее, чем его оценка в долларах потому, что за это время рубль подешевел относительно доллара на 160,8%.

Однако частичный успех восстановления цен акций в 2019 г., во многом оказался отыгранным в I квартале 2020 г. По состоянию на 20 марта 2020 г. значение индекса РТС упало до 37,6% от майского пика индекса 2008 г. Индекс МосБиржи сохранил статус восстановленного, однако его значение снизилось до 121,1% от размера в мае 2008 г., даже несмотря на заметное ослабление рубля в I квартале 2020 г.

Скорость восстановления рынка акций после кризиса 2008 г. существенно отличалась от динамики рынка акций после прежнего кризиса 1998 г., когда рублевый индекс ММВБ восстановился всего за 8 месяцев, а индекс РТС за почти 5 лет (58 месяцев).

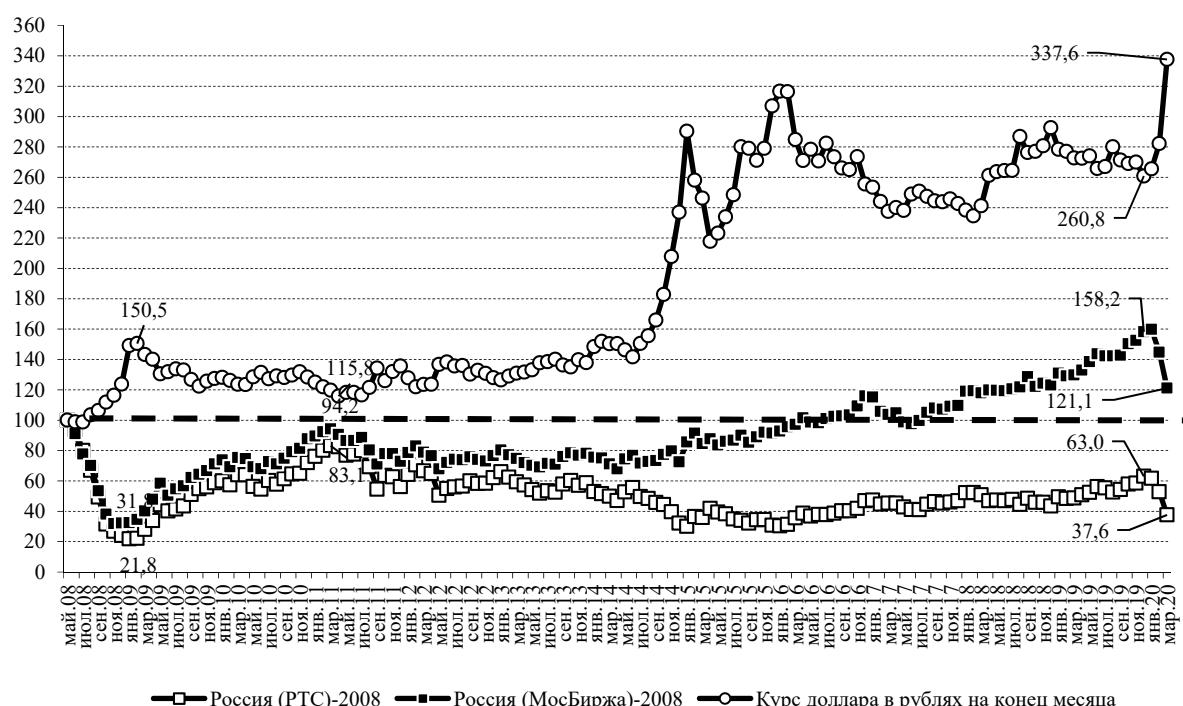


Рис. 7. Темпы роста курса доллара, индексов РТС и МосБиржи с мая 2008 г. по 20 марта 2020 г. (май 2008 г. = 100%)

Источник: расчеты авторов по данным Банка России и Московской биржи.

Ключевым фактором скорости восстановления российских фондовых индексов в настоящее время, как и после финансового кризиса 1998 г. предопределяется уровнем нефтяных цен. Как показано на рис. 8, после кризиса 1997–1998 гг. при снижении цены на нефть до 31,1% от предкризисного пика в декабре 1996 г. ее полное восстановление

¹ Факт восстановления фондовых индексов до докризисного уровня носит символический характер, но он важен для инвесторов как индикатор того, что фондовый рынок преодолел те проблемы, которые привели к его снижению во время кризиса.

заняло 3 года, или 36 месяцев. По состоянию на 20 марта 2020 г. за 140 месяцев, прошедших после достижения ценой нефти Brent максимума в размере 133,9 долл./барр. в июле 2008 г., ее текущая цена оставалась на уровне лишь 28,4% от этого максимума. Более того, в 2020 г. наблюдалась третья волна снижения нефтяных цен до уровня 56,5% по отношению к цене в декабре 2019 г.

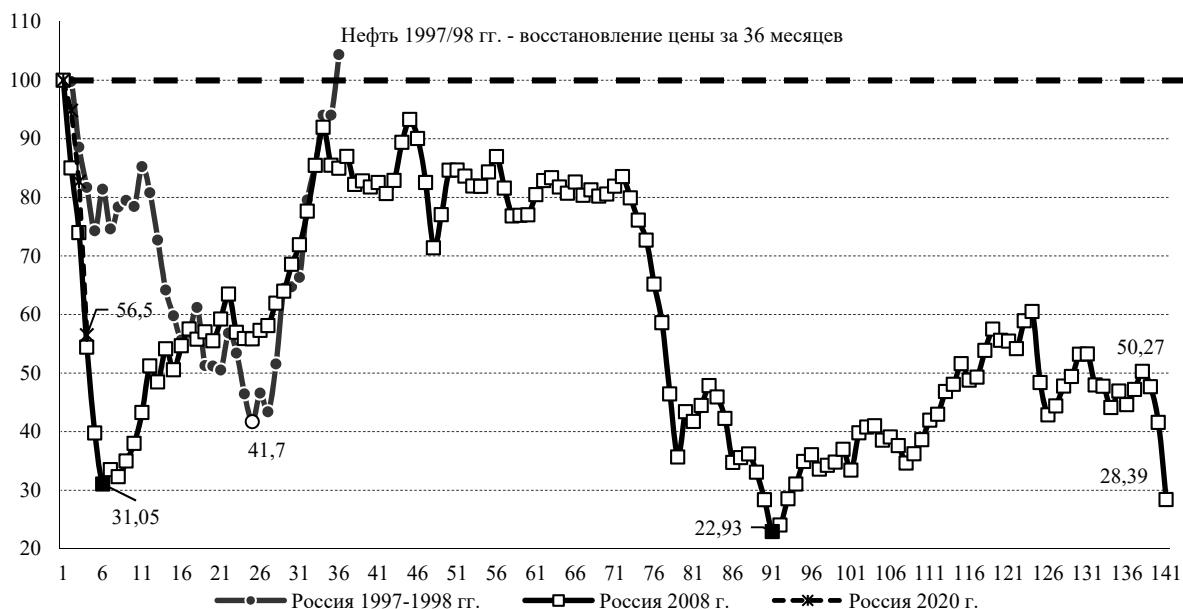


Рис. 8. Темпы роста цены нефти Brent во время финансовых кризисов в России (докризисный пик цены =100%) на март 2020 г.

Источник: расчеты авторов по данным Международного валютного фонда и Международного энергетического агентства

На *рис. 9* и в *табл. 2* показан процесс восстановления индексов акций в странах БРИКС. В целях сопоставимости данных в качестве индикаторов использованы страновые индексы семейства MSCI, рассчитываемые в долларовом выражении. Оценка изменения российского рынка производилась по валютному индексу РТС, включая аналогичный индекс, учитывающий дивидендную доходность входящих в него выпусков акций.

После кризиса 2008 г. из пяти стран – членов БРИКС по состоянию на 20 марта 2020 г. не восстановились фондовые индексы России и Бразилии, где долговременная стагнация рынков акций носит наиболее хронический характер. За 142 месяца, прошедших с мая 2008 г., индекс РТС восстановился лишь до 37,6%, а индекс MSCI Бразилия – всего до 24,1%. В 2019 г. за счет высокой дивидендной доходности акций российских эмитентов было достигнуто восстановление индекса РТС – полная доходность с учетом дивидендных выплат до 102,5% майского значения 2008 г.; однако в результате спада цен акций в начале 2020 г. значение данного индекса вернулось к уровню 61,3% от значения в мае 2008 г.

Индексы акций MSCI Индии, ЮАР и Китая восстановились до предкризисного уровня соответственно за 22, 28 и 82 месяцев после мая 2008 г. Однако к 20 марта 2020 г. фондовые индексы ЮАР и Индии вернулись к значениям 53,0 и 84,0% от старых предкризисных пиков мая 2008 г. Структура экономик стран БРИКС имеет существенные

отличия, в Индии и ЮАР она не зависит от цен на нефть, как в России и Бразилии. Синхронное падение крупных развивающихся рынков в начале 2020 г. было вызвано такими общими для них факторами, как вынужденная остановка деятельности компаний в условиях карантина, а также отток иностранного капитала из этих стран в направлении более безопасных вложений на развитых рынках.

Из всех рынков акций стран БРИКС наиболее устойчивым оказался лишь китайский фондовый рынок. По состоянию на 20 марта 2020 г. валютное значение индекса MSCI Китай было на уровне 102,2% мая 2008 г. Устойчивость данного индекса к данному спаду на фондовых рынках, несмотря на то, что Китай был первой страной, столкнувшейся с угрозой коронавируса, во многом была обеспечена устойчивостью юаня к доллару за счет валютных интервенций Народного банка Китая.

Таблица 2

Восстановление фондовых индексов стран БРИКС в долларах после кризиса 2008 г. по состоянию на 20 марта 2020 г.

Индексы	Период восстановления индекса с мая 2008 г., месяцев	Завершение восстановления	Текущее значение индекса, % (май 2008 г. = 100%)
PTC	142	Нет	37,6
PTC – полная доходность	140	Да	61,3
MSCI Бразилия	142	Нет	24,1
MSCI ЮАР	28	Да	53,0
MSCI Индия	22	Да	84,0
MSCI Китай	82	Да	102,2

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

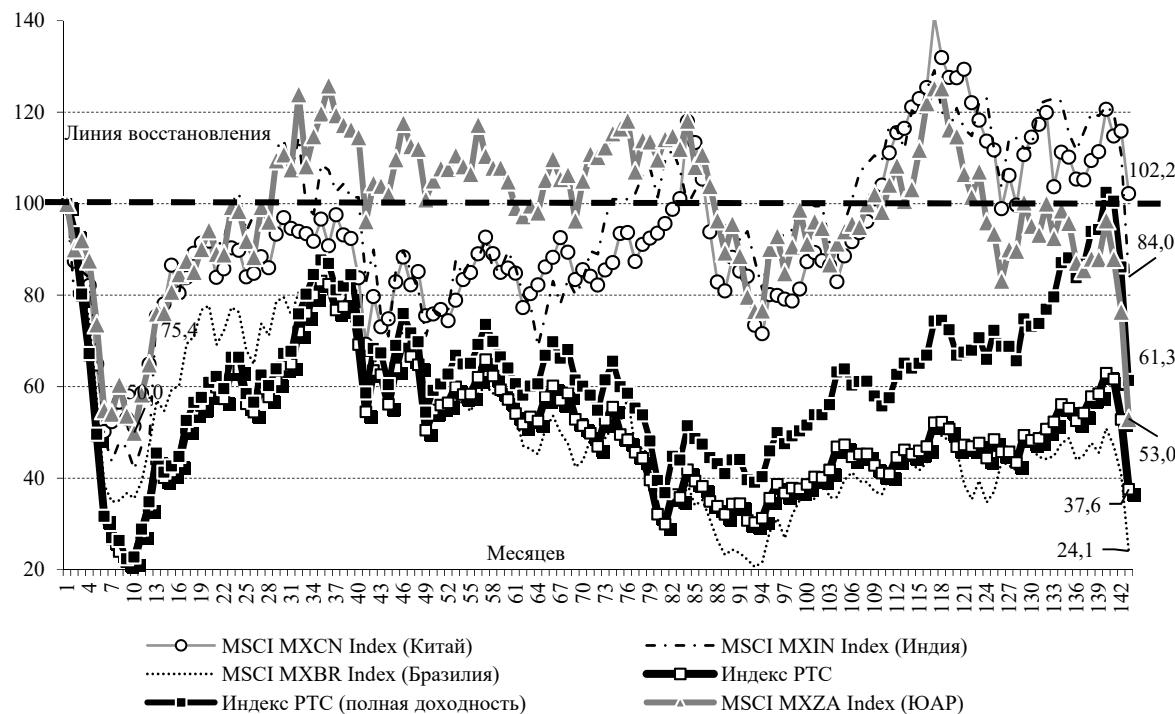


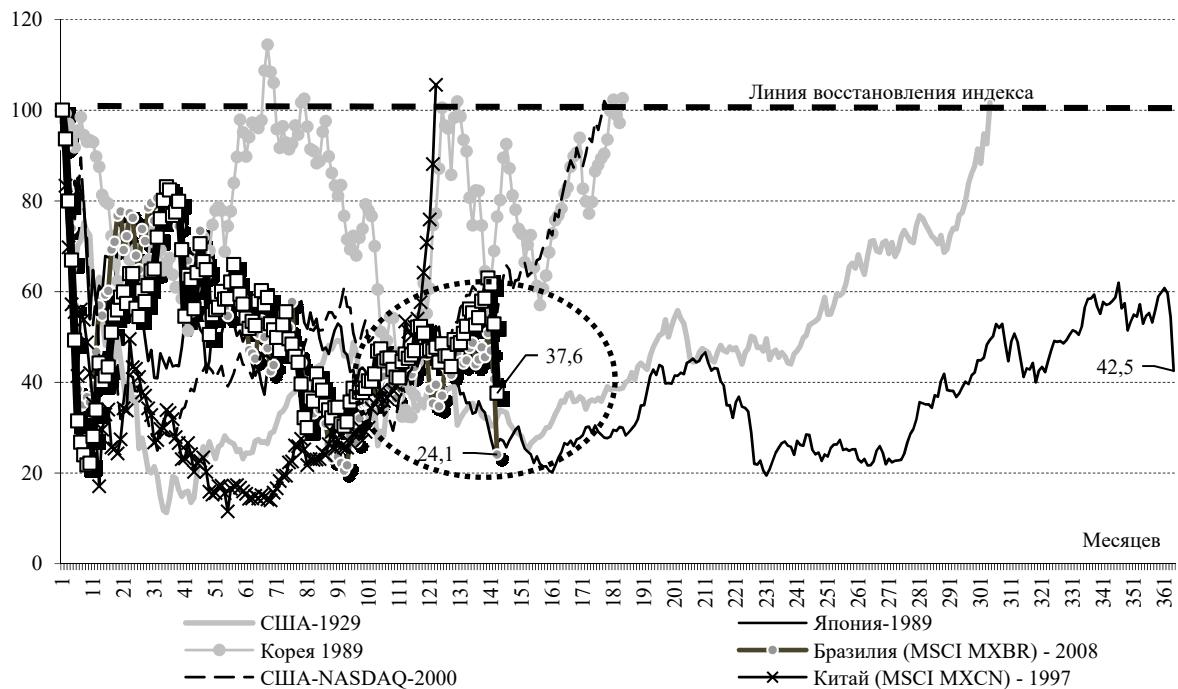
Рис. 9. Глубина и продолжительность влияния финансового кризиса 2008 г. на фондовые индексы стран БРИКС в долларах по состоянию на 20 марта 2020 г. (пик в мае 2008 г. = 100%)

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

Самыми долгосрочными кризисами в современной истории фондовых рынков считаются спады американского рынка акций во времена Великой депрессии 1929–1933 гг., а также акций японских компаний после 1989 г. Восстановление фондового индекса Доу Джонс Индастриал Эвередж (ДЛА) в США после Великой депрессии продолжалось 303 месяца, или 25,3 года (*рис. 10 и табл. 3*). В 2015 г. данный антирекорд был побит японским индексом NIKKEI-225, который по состоянию на 20 марта 2020 г. не может восстановиться в течение 363 месяцев, т.е. более 30 лет. Его значение в марте 2019 г. составляло лишь 42,5% от пика 1989 г. Кризисы с такими длительными сроками восстановления цен акций являются уникальными, их причинами являются не просто глубокие структурные проблемы экономик, но и сочетание их с серьезными ошибками в сфере экономической и денежно-кредитной политик.

Для рынков, где финансовые кризисы были среднесрочными и вызывались структурными диспропорциями в экономике, такими как спад в Южной Корее в 1989 г. и в США на рынке инновационных компаний в 2000 г., характерна W-образная траектория восстановления индексов (*рис. 10*). Данные кризисы длились соответственно 183 и 177 месяцев.

На фоне указанных кризисов восстановление российского индекса РТС и MSCI Бразилия соответственно до уровней 37,6% и 24,1%, продолжающееся 142 месяца, пока формально не превысило временных горизонтов, характерных для среднесрочных кризисов. Однако, как видно на *рис. 10*, текущее восстановление индексов РТС и MSCI Бразилия пошло, скорее, по траектории долгосрочного, чем среднесрочного кризиса, что обычно свойственно фондовым рынкам стран, где структурные проблемы сочетаются с нерешенными вызовами экономической и денежно-кредитной политик.



*Рис. 10. Глубина и продолжительность восстановления фондовых индексов самых длительных в XX и XXI веках кризисов по состоянию на 20 марта 2020 г.
(пик до кризиса = 100%)*

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

Таблица 3

**Наиболее длительные периоды восстановления
фондовых индексов ран после
кризисов XX и XXI веков**

Страна (Индекс – год начала кризиса)	Период восстановления индекса от пика, месяцев	Завершение восстановления	Текущее значение не восстановившегося индекса, % (пик = 100%)
Япония (Nikkei – 1989)	363	Нет	42,5
США (DJIA – 1929)	303	Да	
Южная Корея (KOSPI – 1989)	183	Да	
США (NASDAQ – 2000)	177	Да	
Россия (РТС долл. – 2008)	142	Нет	37,6
Бразилия (MSCI долл. – 2008)	142	Нет	24,1
Китай (MSCI-Шанхай долл. – 1997)	122	Да	
Китай (MSCI-Шанхай долл. – 2008)	82	Да	
США (DJIA – 1907)	64	Да	

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

Столь длительный даже по меркам глобального фондового рынка период восстановления российского индекса акций показывает, что причины его стагнации в большей мере связаны с внутренним состоянием российской экономики, чем с влиянием волатильности мировой финансовой системы.

3.1.2. Премия за риск по акциям

Премия за риск по акциям является одной из ключевых характеристик фондового рынка страны для внутренних и внешних инвесторов. Она выступает основным элементом стоимости капитала при оценке инвестиционных проектов, служит универсальным индикатором эффективности корпоративного управления и ориентиром привлекательности акций для иностранных инвесторов. Проблема заключается в том, что существует несколько разных индикаторов премии за риск по акциям российских АО, поставщиками информации о которых выступают те или иные зарубежные структуры. В данном обзоре приводятся наши собственные оценки указанных индикаторов.

Выделяются несколько наиболее популярных подходов к оценке премии за риск по акциям российских компаний (рис. 11). Фернандес и другие оценивают средний размер премии за риск по акциям на основании социологических опросов ученых и бизнесменов из разных стран. Димсон, Марш и Стонтон в книге «Триумф оптимистов»¹ и в инвестиционных отчетах, публикуемых Credit Suisse², рассчитывают премию по акциям для разных стран, включая Россию на долгосрочных временных горизонтах в виде разницы

¹ Dimson E., Marsh P., Stainton M., Garthwaite A. Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns. Princeton University Press. – 2002.

² Dimson E., Marsh P., Stainton M., Wilmot J. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2009 // Credit Suisse Research Institute, Switzerland. – 2009; Dimson E., Marsh P., Stainton M., Wilmot J. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2010 // Credit Suisse Research Institute, Switzerland. – 2010; Dimson E., Marsh P., Stainton M., Holland D., Matthews B. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2011 // Credit Suisse Research Institute, Switzerland. – 2011; Dimson E., Marsh P., Stainton M., Wilmet J., McGinnie P. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2012 // Credit Suisse Research Institute, Switzerland. – 2012; Dimson E., Marsh P., Stainton M., Garthwaite A. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2013 // Credit Suisse Research Institute, Switzerland. – 2013; Dimson E., Marsh P., Stainton M., Mauboussin M. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2014 // Credit Suisse Research Institute, Switzerland. – 2014; Dimson E., Marsh P., Stainton M., Holland D., Mattenws B., Rath P. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2015 // Credit

между доходностью индексов акций и доходностью государственных ценных бумаг. Более сложный подход применяется Дамодарантом, оценивающим страновые премии по акциям путем прибавления к той или иной безрисковой ставке страновых премий, рассчитываемых на основании показателей доходности государственных ценных бумаг и волатильности акций местных компаний.

Фернандес с коллективом авторов, чей состав меняется от года к году, проводят ежегодный опрос экспертов относительно того, какие значения премии по акциям и безрисковым ставкам те используют в своих работах за прошедший год¹. Среди экспертов выделяются группы преподавателей и аналитиков компаний и финансовых организаций. Сводные данные Фернандеса можно рассматривать в качестве социологической картины восприятия разными специалистами премии за риск по акциями в той или иной стране.

Сведения по России присутствуют в опросах с 2012 по 2019 гг., что позволяет получить некоторый исторический ряд и проследить динамику оценок исследователей. Примечательно, что по данным опросов премия практически по любой стране колеблется в широком диапазоне. Например, в 2012 г. по результатам опроса 70 исследователей среднее значение премии по акциям российских АО составило 7,6% при диапазоне оценок от 2,7 до 25,0%. В 2019 г. среди 30 экспертных ответов средняя премия составила 8,5%, а диапазон сузился до 5–10,1%. Подобный результат свидетельствует, что, несмотря на тенденцию сближения оценок размера премии по акциям в научном и бизнес-сообществе, пока нет единого понимания их размеров и методик расчета.

Димсон, Марш и Стонтон в книге «Триумф оптимистов»² и последующих инвестиционных отчетах, публикуемых Credit Suisse³, рассчитывают историческую премию по акциям для большинства развитых рынков и отдельных развивающихся стран. Их данные

Suisse Research Institute, Switzerland. – 2015; Dimson E., Marsh P., Stainton M., Wilmot J. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2016 // Credit Suisse Research Institute, Switzerland. – 2016; Dimson E., Marsh P., Stainton M. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2017 (Summary Edition) // Credit Suisse Research Institute, Switzerland. – 2017; Dimson E., Marsh P., Stainton M. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018 (Summary Edition) // Credit Suisse Research Institute, Switzerland. – 2018; Dimson E., Marsh P., Stainton M. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2019 (Summary Edition) // Credit Suisse Research Institute, Switzerland. – 2019.

¹ Fernandez P., Aguirreamalloa J., CorresL. Market Risk Premium Used in 56 Countries in 2011: A Survey with 6,014 Answers. Downloadable in <http://ssrn.com/abstract=1822182>. – 2011; Fernandez P., Aguirreamalloa J., CorresL. Market Risk Premium Used in 82 Countries in 2012: A Survey. Downloadable in <http://ssrn.com/abstract=2084213>. – 2012; Fernandez P., Aguirreamalloa J., Linares P. Market Risk Premium and Risk Free Rate Used for 51 Countries in 2013: A Survey with 6,237 Answers. Downloadable in <http://ssrn.com/abstract=914160>. – 2014; Fernandez P., Linares P., Fernandez A. I. Market Risk Premium Used in 88 Countries in 2014: A Survey with 8,228 Answers. Downloadable in <http://ssrn.com/abstract=2450452>. – 2014; Fernandez P., Pershin V., Fernandez A. I. Discount Rate (Risk-Free Rate and Market Risk Premium) Used for 41 Countries in 2015: A Survey. Available at: <https://ssrn.com/abstract=2598104>. – 2015. Fernandez P., Ortiz A., Fernandez A. I. Market Risk Premium Used in 71 Countries in 2016: A Survey with 6,932 Answers. Available at: <https://ssrn.com/abstract=2776636>. – 2016; Fernandez P., Pershin V., Fernandez A. I. Discount Rate (Risk-Free Rate and Market Risk Premium) Used for 41 Countries in 2017: A Survey. Available at: <https://ssrn.com/abstract=2954142>. – 2017; Fernandez P., Pershin V., Fernandez A. I. Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 59 Countries in 2018: A Survey. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3155709>. – 2018; Fernandez P., Martinez M., Fernandez A. I. Market Risk Premium and Risk-Free Rate Used for 69 Countries in 2019: A Survey. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3358901>. – 2019.

² Dimson et al. 2002.

³ Dimsom et al. 2009–2019.

позволяют сравнить долгосрочную доходность вложений в акции и государственные облигации. Оцениваемые ими спреды доходности можно рассматривать в качестве меры эффективности деятельности публичных компаний в сравнении с доходностью государственных ценных бумаг.

Согласно их методике, премия по акциям является геометрической разницей¹ между доходностью акций и доходностью безрискового актива. В качестве последнего авторы используют два бенчмарка: краткосрочные государственные облигации и 10–летние государственные облигации. Премии за акции в каждый год авторы усредняют на долгосрочном горизонте с 1900 г. и на среднесрочном горизонте за последние 40–50 лет. Данные по России Димсон и др. раскрывают только в отчетах, опубликованных Credit Suisse с 2014 по 2018 гг., в остальные годы – данные не публикуются. Премия по России считается за 2 периода: наиболее длинный с 1995 г. по год текущей публикации и более короткий период с 2000 г., в который не входят кризисные события 1998–1999 гг. Премия по российским акциям против долгосрочных облигаций, рассчитанная с 2000 г., оказалась отрицательной: на период с 2000 по 2016 гг. она составила -3,7%, а в 2000–2012 гг. – лишь -6,7%. Против коротких облигаций премия оказалась положительной в размере 3,2% в 2000–2016 гг. и 5,1% в 2000–2012 гг. Таким образом, можно сделать вывод о том, что доходность длинных государственных облигаций в России существенно превышает доходность коротких облигаций.

Наиболее популярным при анализе инвестиционных проектов является подход к оценкам премий по акциям, разработанный Дамодараном². Рассчитываемые по его методу премии за риск по акциям основаны на прогнозах будущей доходности и оценке ожиданий рынка. Указанные показатели чаще всего используются инвесторами при расчетах стоимости капитала и оценке предполагаемой эффективности будущих инвестиционных проектов. При этом данные оценки, как правило, носят индивидуальный характер в зависимости от используемого метода расчета, который к тому же полностью не раскрывается.

Премия за риск по акциям Дамадорана состоит из «премии на базовом развитом рынке» плюс стоимости «стратового риска» акций компаний той или иной страны. Премия базового рынка вычисляется как ставка дисконтирования денежных выплат акционерам в виде дивидендов и обратных выкупов акций, растущих в среднесрочной перспективе в течение 3–5 лет согласно ожиданиям рынка (по консенсус-прогнозам различных информационных агентств, например, по версии Блумберг, Томсон Рейтерс и иных), а после этого темпами роста, равными текущей безрисковой ставке по 10-летним государственным облигациям базовой страны. Страновая же премия при таком подходе определяется с помощью спредов между 10-летними государственными еврооблигациями некоторой страны и облигациями в той же валюте для базовой страны или с помощью CDS спредов. Дополнительно в методику вводится коэффициент относительной волатильности акций по сравнению с облигациями на внутреннем рынке рассматриваемой страны, который может корректировать значение страновой премии на относительный риск акций.

На рис. 11 представлены все премии, содержащиеся в перечисленных работах и исследованиях. Также на графике добавлены данные, публикуемые в терминале Блумберг,

¹ $(1+\text{Премия}) = (1+\text{Доходность акций}) / (1+\text{Доходность облигаций})$ в годовом выражении.

² Damodaran A. (2019). Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2019 Edition. Available at SSRN. URL: <https://ssrn.com/abstract=3378246>.

согласно которым премия равна разнице доходности индекса акций и доходности к погашению доходности 10-летних рублевых облигаций. Такой бенчмарк крайне прост в построении и не отражает всю суть премий, однако является часто используемым на практике ориентиром для инвесторов.

Данные Димсона и пр. показывают за период времени 2012–2016 гг. среднегеометрические размеры премий по акциям на временном горизонте с 2000 г. по соответствующую отчетную дату: по сравнению с доходностью долгосрочных облигаций она является отрицательной, т.е. средняя доходность акций за период оказывается меньше доходности государственных облигаций, а против краткосрочных государственных ценных бумаг – положительной. После 2017 гг. указанные характеристики публично не раскрываются. Значения премии за риск по акциям по четырем другим индикаторам Дамодарана, Фернандеса и Блумберга, как правило близки между собой. Например, в 2019 г. по сравнению с 2018 г. произошло снижение показателей премии по акциям: у индикаторов Дамодарана на основе спредов облигаций с 9,4 до 7,4% и на основе премий кредитных дефолтных свопов (CDS) с 8,1 до 6,2%; по среднему значению премии согласно экспертным опросам Фернандеса – с 8,7 до 8,5%; и по расчету Блумберга – с 9,3 до 6,3%.

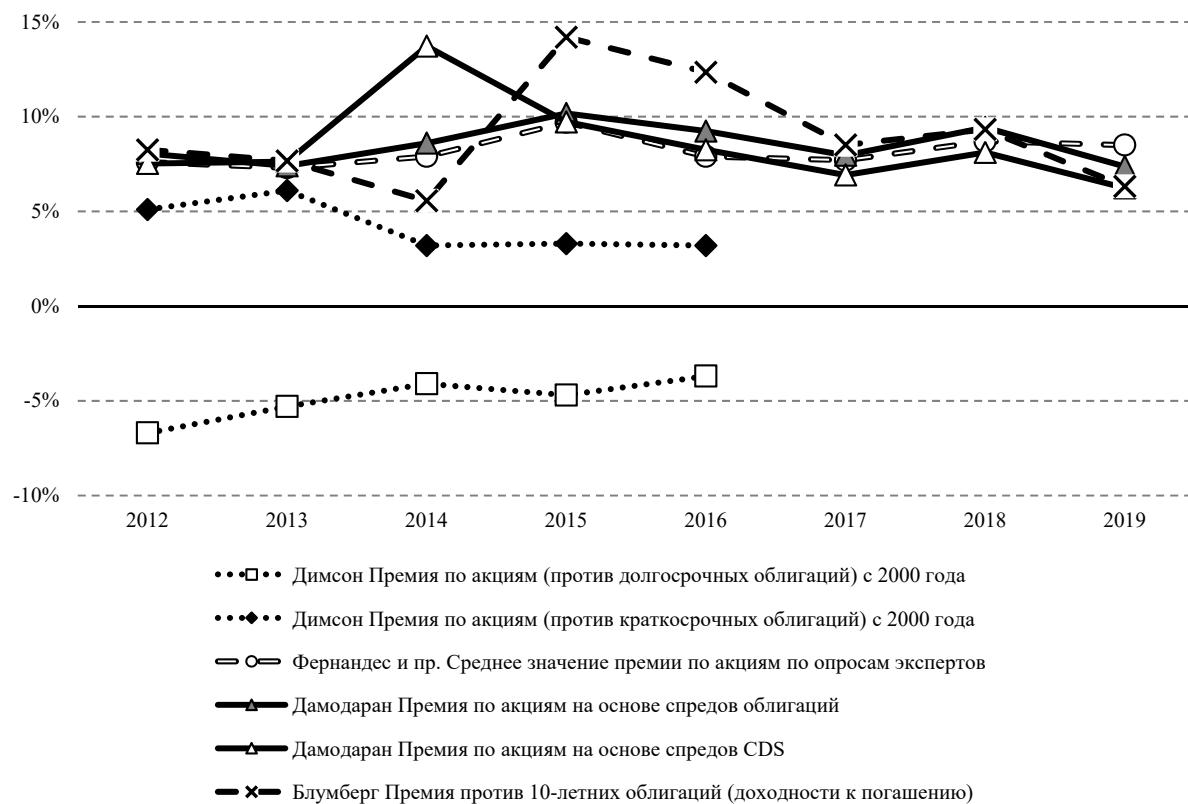


Рис. 11. Премия по российским акциям, собранная из наиболее цитируемых международных источников, %, 2012–2019 гг.

Источник: собрано авторами из работ Димсона и пр., Фернандеса и пр., Дамодарана и Блумберг.

Тестирование взаимосвязи указанных на *рис. 11* показателей премии за риск по акциям с денежными потоками средств частных инвесторов в иностранных инвестиционных фондах, специализирующихся на инвестициях в акции российских компаний, на горизонте 2012–2019 гг. не позволило выявить каких-либо значимых и интересных зависимостей, за исключением того, что изменение премии за риск по акциям, оцениваемой с помощью премии CDS по Дамодарану оказалось прямо пропорциональным изменению относительного размера денежных потоков частных инвесторов в иностранных фондах акций (*рис. 12*). В соответствии с контратрой циклической стратегией указанных портфельных инвесторов, повышение премии за риск по акциям, как правило, ведет к притоку средств инвесторов в фонды, в то время как снижение данной премии – усиливает вывод средств инвесторов из фондов.

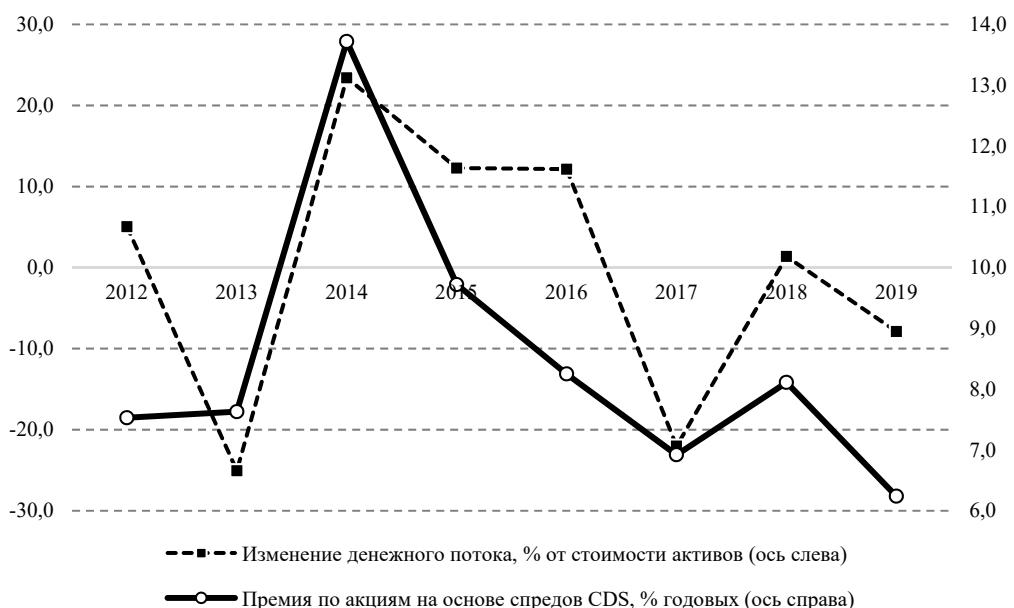


Рис. 12. Премия за риск по акциям на основе спредов CDS по Дамодарану (%) и изменения денежного потока средств частных инвесторов в иностранных инвестиционных фондах, специализирующихся на акциях российских компаний, к стоимости активов соответствующих фондов на начало отчетного года (%) в 2012–2019 гг.

Источник: расчеты авторов на основании данных Дамодарана и информационного ресурса Emerging Market Portfolio Research (EMPR).

Учитывая те обстоятельства, что зарубежные источники не всегда оперативно раскрывают оценки риска по акциям российских компаний и не публикуют полной методики своих расчетов, мы решили публиковать собственные оценки указанных премий, учитывающие методики Дамодарана и Димсона, но опирающиеся на конструированные нами ряды исторических данных по финансовым инструментам и составляемым из них портфелей.

Первая группа новых индикаторов – **Прогнозные премии за риск по акциям (project risk premium, или PRP)** – рассчитаны на основании подходов Дамодарана¹. Данная группа включает четыре индикатора: PRP1 – страновая премия за риск, определяемая на основе спредов доходности суверенных облигаций Российской Федерации и США, выпускаемых в долларах; PRP2 – страновая премия за риск, рассчитываемая на основе размера премии по кредитным дефолтным свопам (CDS) суверенных облигаций Российской Федерации, выпускаемых в долларах; PRP3 – страновая премия за риск, оцениваемая путем корректировки значения PRP1 на волатильность акций российских АО; PRP4 – страновая премия за риск, рассчитываемая путем корректировки значения PRP2 на волатильность акций российских компаний. Показатели PRP3 и PRP4 наиболее полно характеризуют прогнозное значение премии за риск по акциям российских эмитентов.

Как показано на *рис. 13*, в периоды относительно устойчивой ситуации на рынке акций все четыре индикатора прогнозных премий за риск по акциям российских компаний показывают близкие друг с другом значения. В 2019 г. размер премии риска снизился по сравнению с 2018 г. с 9,43 до 6,65% по показателю PRP1, с 8,95 до 6,68% по PRP2, с 11,38 до 6,95% по PRP3 и с 10,48 до 6,99% по PRP4. Как видно из указанных данных, разброс значений всех четырех показателей риска составил от 6,65 до 6,99%, т.е. был очень незначительным.

Однако в кризисные периоды разброс значений премии за риск, особенно по показателям, учитывающим волатильность акций, достигает существенного уровня. В декабре 2018 г. показатели PRP1 и PRP2 составляли соответственно 19,05 и 19,25%, в то время как индикаторы риска, дополнительно учитывающие волатильность акций, – PRP3 и PRP4 – достигали 33,83 и 34,52%. В другой кризисный период повышенной волатильности рубля, в январе 2015 г., при значениях PRP1 и PRP2 в размере 12,39 и 13,11% индикаторы PRP3 и PRP4 выросли до 15,34 и 16,46%.

¹ Согласно Дамодарану (2019) прогнозная премия за риск по российским акциям рассчитывается как сумма текущего дефолтного спреда и подразумеваемой премии за риск для базовой страны. Предполагаемая премия базовой страны (США) рассчитывается как норма доходности из двухпериодной модели роста выплат инвесторам (дивиденды + выкупа акций), в которой первый период длится 5 лет с волатильными темпами роста, соответствующими текущему консенсус-прогнозу роста доходов компаний в составе индекса S&P500, а второй период длится «бесконечно» долго с темпами роста дохода, равными текущей безрисковой ставке. Таким образом закладывается прогнозная сила в расчет компоненты премии по акциям. Дефолтный спред (он же – страновая премия) можно рассчитывать, как спред между 10-летними облигациями России и США, выпущенными в долларах, или CDS спред России. Недостатком такого метода оценки премии и странового риска является предположение о том, что страновая премия выражается лишь в разнице доходностей государственных облигаций или спредов CDS по сравнению с развитым рынком. При этом специфические свойства рынка акций в этих расчетах не учитываются. Поэтому в наших расчетах введен некоторый коэффициент, который контролировал бы относительную волатильность доходности акций по сравнению с облигациями. Примером этого коэффициента может служить отношение стандартных отклонений акций и облигаций. Однако стандартное отклонение доходности к погашению облигаций несопоставимо со стандартным отношением ежегодных доходностей акций. Поэтому для облигаций можно рассчитать коэффициент вариации, который является относительным стандартным отклонением (стандартным отклонением, нормированным на среднее значение). После этого можно рассчитать относительную волатильность акций как отношение стандартного отклонения акций к коэффициенту вариации государственных облигаций. Значение страновой премии, рассчитанное на основе дефолтных спредов, умножается на полученный коэффициент их волатильности и затем суммируется с премией по акциям на развитом рынке. Таким образом, в премии учитывается дополнительный риск, связанный не только с риском акций по сравнению с облигациями в развитой «базовой» стране и не только со страновым риском, но и волатильностью акций на конкретном финансовом рынке.

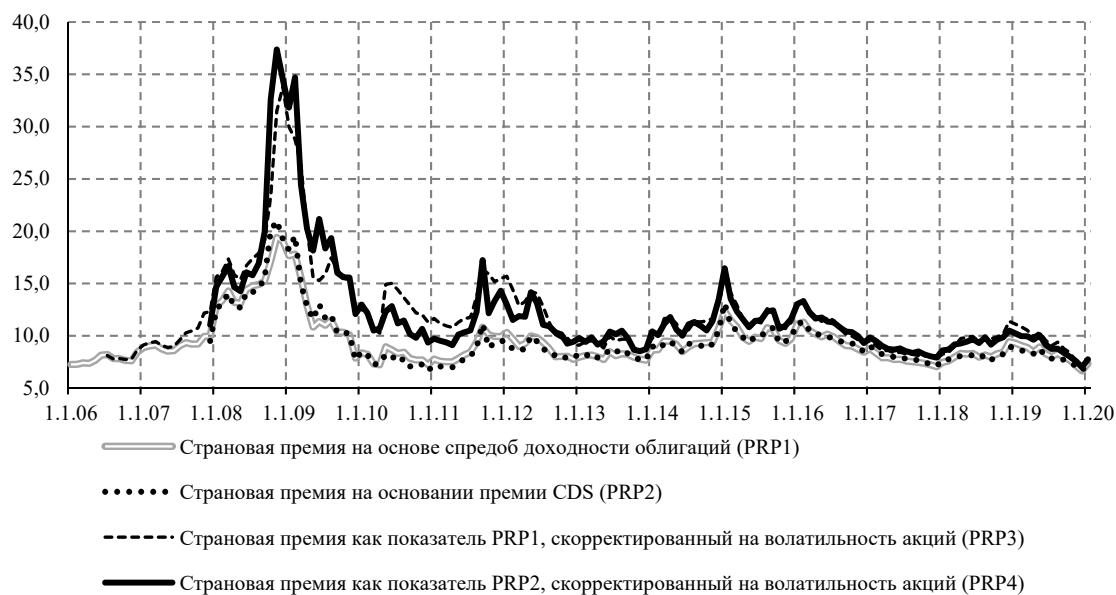


Рис. 13. Текущая и историческая премии за риск по российским акциям с учетом корректировки на их относительную волатильность на внутреннем рынке, %, 2006 – январь 2020 гг.

Источник: расчеты авторов по данным Блумберг.

Вторая группа индикаторов премии за риск по акциям представляет собой **исторические значения спредов доходности акций российских АО** (historical risk premium, или HRP) в долларах по сравнению с доходностью портфелей еврооблигаций Российской Федерации с краткосрочной и длинной дюрацией выпусков облигаций. Методика расчета данных спредов без существенной детализации представлена в книге «Триумф оптимистов» и позднее в обзорах компании Credit Suisse под авторством того же коллектива. Проблемы данных Димсона и др. по России заключаются в том, что они публично раскрываются за ограниченное число лет и опираются на не вполне прозрачную методику расчетов. По указанным причинам мы решили самостоятельно рассчитать показатели HRP1 и HRP2, представляющие собой оценку исторической риск-премии соответственно по сравнению с долгосрочной и краткосрочной доходностью выпусков сконструированных нами портфелей еврооблигаций Российской Федерации за более длинный временной горизонт, пересматриваемых на ежемесячной основе (*рис. 14*)¹.

¹ Суть метода Димсона и др. заключается в сравнении длинных исторических рядов доходности акций и двух видов государственных облигаций (краткосрочных и долгосрочных), по которым рассчитывается средняя геометрическая за определенный период премия. Премия за риск по акциям равна разнице эффективных (за вычетом инфляции) доходностей индекса акций и облигаций. Данная оценка является исторической, а не прогнозной. Она агрегирует поведение рынков и успешность инвестирования в акции на протяжении долгосрочного периода (30 и более лет). Тем не менее авторы книги считают, что прогнозы экспертов относительно будущих доходностей акций и их премий в большей мере полагаются именно на подобные исторические оценки, а эмпирические расчеты подтверждают наличие некоторой связи между исторической и будущей премией за риск.

Доходность акций на длинных исторических горизонтах рассчитывается с учетом курсовой и дивидендной доходности фондового индекса страны в базовой валюте, позволяющей сравнивать показатели разных

Расчет исторических премий за риск по акциям имеет важное практическое значение для прогнозирования премий и доходностей акций, оценки стоимости привлечения капитала компаниями, а также для использования его в качестве бенчмарка для требуемой нормы доходности инвестиций. Положительная долгосрочная премия свидетельствует об относительной безопасности длинных инвестиций в акции по сравнению с безрисковой ставкой (на практике авторы приходят к выводу, что наиболее устойчиво акции переигрывают облигации на минимум 40-летнем горизонте). Сопоставление премий для разных стран позволяет сделать выводы о целесообразности глобальной или региональной диверсификации портфеля.

На *рис. 14* представлены долгосрочные премии как разница между средними геометрическими значениями доходностей основных классов активов. Полученные значения премий сравниваются со значениями из отчетов Credit Suisse, где применялась схожая методика. При расчетах наших показателей удалось получить схожие результаты. Доходность акций сравнивается с доходностью краткосрочных еврооблигаций (наиболее «корректное» прокси безрисковой ставки) и долгосрочных еврооблигаций (наиболее часто используемое на практике прокси безрисковой ставки). Премия относительно коротких облигаций положительна и составляет 5,6% за 20-летний период с 2000 по 2019 гг. На чуть более коротких периодах в 2016–2018 гг. она колебалась на уровне 3,5–3,8%, а рост до значений 2019 г. обусловлен резким ростом доходности акций в этом году. Премия относительно долгосрочных облигаций отрицательна с 2008 г. и отражает тот факт, что после кризиса 2008–2009 гг. фондовый рынок России так и не восстановился. С 2017 г. Credit Suisse убрал Россию из сводных результатов своих отчетов, поэтому проявленные нами ряды заменяют классические расчеты Димсона и пр. За период 2000–2019 гг. премия против долгосрочных облигаций составила -1,2%, что говорит о более высокой привлекательности для инвесторов вложений в государственные облигации РФ по сравнению с акциями российских компаний.

стран, например в долларах. Далее рассчитывается накопленная доходность этого индекса с самого начала его ведения до текущего момента. Примером такого индекса может служить индекс MSCI Russia, который рассчитывается с декабря 1994 г. Соответственно, для расчета премии в 2019 г. используется накопленная доходность такого индекса с 1995 по 2019 гг., а премии в 2013 г. – с 1995 по 2013 гг.

В качестве прокси безрисковой ставки Димсон и пр. используют как краткосрочные, так и долгосрочные государственные облигации. Оба подхода имеют свои преимущества и недостатки. Краткосрочные облигации, по мнению авторов, более подходят под понятие безрискового актива и обладают меньшей волатильностью. Однако в периоды неожиданного резкого роста инфляции или иных экстремальных условий их стоимость существенно изменяется. С другой стороны, долгосрочные облигации «часто используются в качестве бенчмарка при расчете премии по акциям» (Димсон и пр., 2001, стр. 74). Таким образом, авторы настаивают на том, что важно рассчитывать премии акций против обоих инструментов, которые представляют две ключевые альтернативы для инвесторов. Бенчмарком в этом случае должна выступать доходность ценового индекса еврооблигаций страны, выпущенных в долларах. После составления или выбора такого индекса алгоритм схож с акциями: рассчитывается эффективная доходность за наиболее долгосрочный период.

В России отсутствует индекс еврооблигаций, выпущенных в долларах, который имел бы достаточную историческую глубину. Все индексы, как правило, составлены либо агентством Cbonds, либо иностранными агентствами (например, Блумберг) и начинаются в середине 2000-х. Вероятно, по России Димсон использовал составленные им самим индекс еврооблигаций, структура которого им не раскрывается. Аналогичные подход формирования собственных индексов краткосрочных и долгосрочных еврооблигаций Российской Федерации был использован и в наших расчетах, что позволило рассчитать собственные значения исторической премии за риск по акциям (HRP1 и HRP2).

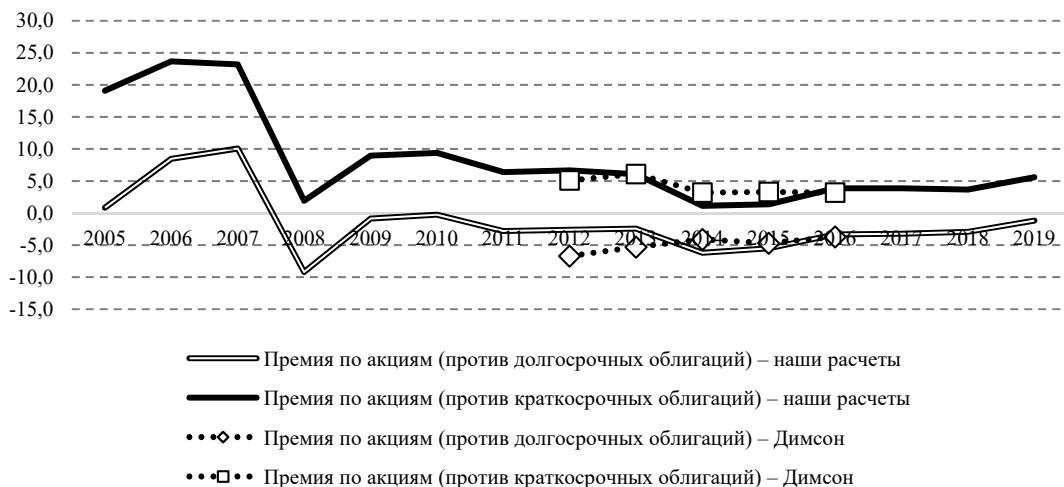


Рис. 14. Долгосрочная историческая премия по акциям против коротких и длинных еврооблигаций (в долларах), 2000–2019 гг.

Источник: расчеты авторов по данным Блумберг.

Как показывают отчеты Credit Suisse за ряд лет, для большинства крупных фондовых рынков на долгосрочных временных горизонтах характерно наличие положительной премии за риск по акциям не только по сравнению с краткосрочными, но и долгосрочными государственными облигациями, поэтому выявленная в наших расчетах отрицательная премия по акциям против долгосрочных долговых инструментов на внутреннем фондовом рынке свидетельствует о наличии проблем на рынке акций, не позволяющих инвесторам получать ожидаемую ими премию за риск вложений в более рискованные активы.

3.1.3. Фундаментальные характеристики рынка акций

На рис. 15 приводятся данные о параметрах доходности и риска 31 фондового индекса из 27 стран; в целях сопоставимости сравниваемых данных значения фондовых индексов учтены в долларах. Оценки доходности и риска страновых индексных портфелей были проведены за 2019 г., 5-летие с 2015 г. по 2019 г. и 12-летний период с 2007 г. по 2019 г.

В 2019 г. доходность индекса РТС составила 44,9%, уступив лишь фондовому индексу Греции, и в несколько раз превысив среднюю по выборке страновых индексов доходность в размере 16,5% (рис. 15а). Показатель риска (стандартного отклонения) индекса РТС составил 17,6%, что было ниже среднего показателя по выборке в размере 22,0%. Однако показатель риска примерно 2/3 индексов выборки был все же ниже, чем у индекса РТС.

На 5-летнем временном горизонте в 2015–2019 гг. индекс РТС также продемонстрировал достойные результаты по критериям доходность-риск (рис. 15б). Его доходность в размере 14,4% годовых оказалась самой высокой из фондовых индексов в выборке; средняя по странам доходность едва достигла 2,2% годовых. Показатель риска индекса РТС за указанный период составил 22,5%, что оказалось ниже среднего стандартного отклонения по выборке в размере 25,6%. Однако у 3/4 страновых индексов показатель риска был ниже, чем у индекса российских акций.

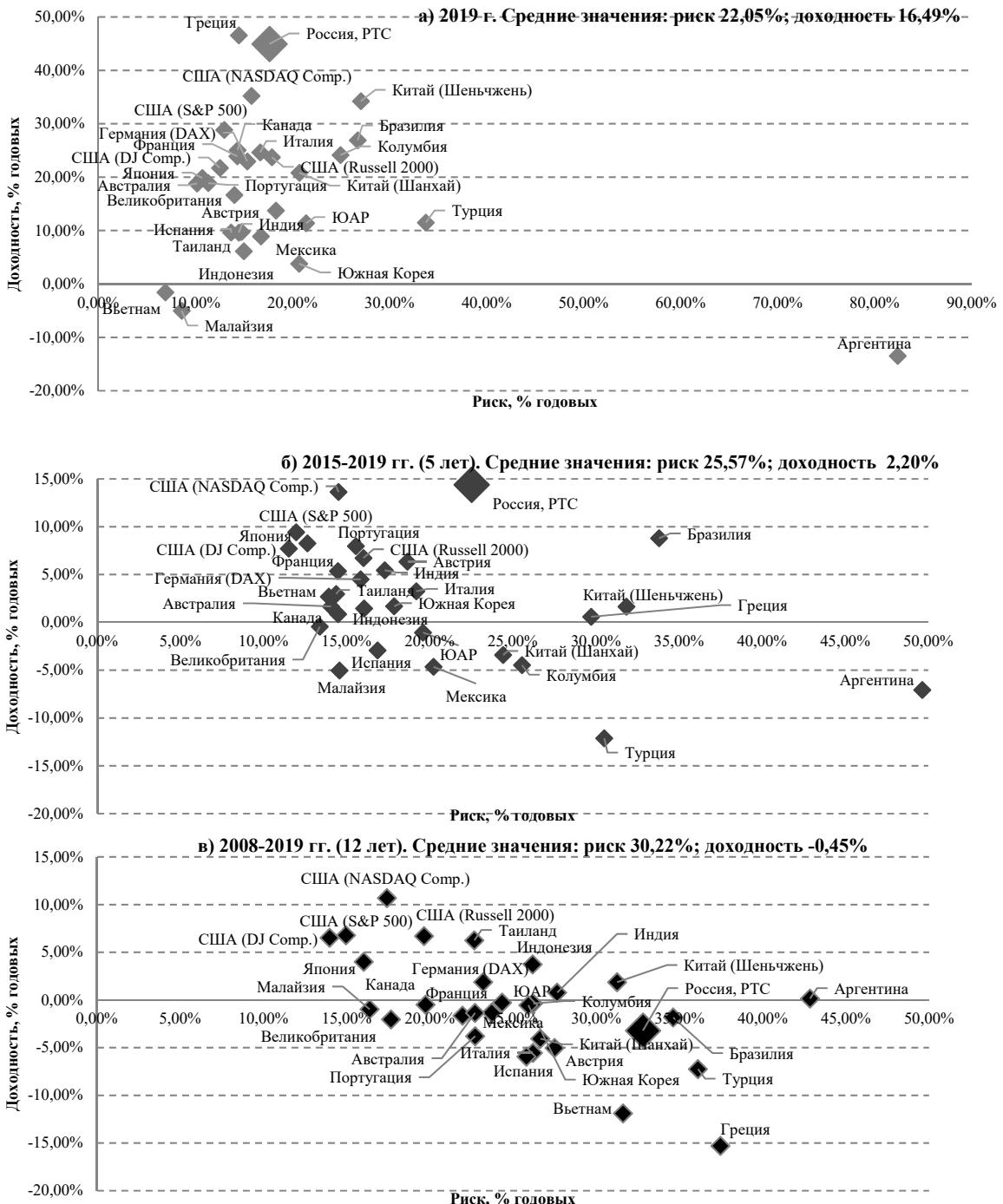


Рис. 15. Параметры среднегеометрических значений доходностей и риска 31 фондовых индексов разных стран за период с января 2008 г. по декабрь 2019 г. в долларах на временных горизонтах одного года, 5 и 12 лет, % годовых¹

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и Bloomberg.

¹ Значения по фондовому индексу Венесуэлы на графике не приводятся из-за ограничений по масштабированию осей X и Y.

На 12-летнем горизонте с 2008 г. по 2019 г., включающем глобальный финансовый кризис 2008 г., показатели доходности-риска индекса РТС были одними из худших из рассматриваемой группы фондовых индексов (*рис. 15в*). При средней по странам доходности – 0,4% годовых, доходность РТС составила -3,2%; показатель риска портфеля акций российских компаний был равен 32,8% при среднем его значении по выборке в размере 30,2%.

Таким образом, на фоне стран-конкурентов российские акции и их индекс позволяют инвесторам получать более высокую доходность при умеренных рисках. Однако во время глобальных кризисов российские компании на долгие годы «портят» свой track records (послужной список), формируя в глазах инвесторов образ выпущенных ими акций как высоко спекулятивных вложений, в которые имеет смысл инвестировать лишь на относительно краткосрочную перспективу.

При прочих равных условиях акции российских компаний имеют более низкую цену, чем у конкурентов, и эта их недооценка является хронической. Низкие финансовые мультипликаторы российских компаний являются результатом не временных факторов конъюнктурного характера, а следствием более глубоких причин недостаточной инвестиционной привлекательности выпущенных ими акций. Как показано на *рис. 16*, из 26 фондовых индексов разных стран¹ финансовый коэффициент цена/учетная стоимость в расчете на акцию (P/BV Ratio)² компаний индекса РТС была одной из самых низких в мире. Несмотря на то что в 2019 г. этот показатель российских компаний вырос до 1,0, по итогам 5-летнего периода с 2015–2019 гг. его среднее значение равнялось 0,8. По итогам за 5 лет коэффициент P/BV был ниже только у компаний из Греции.

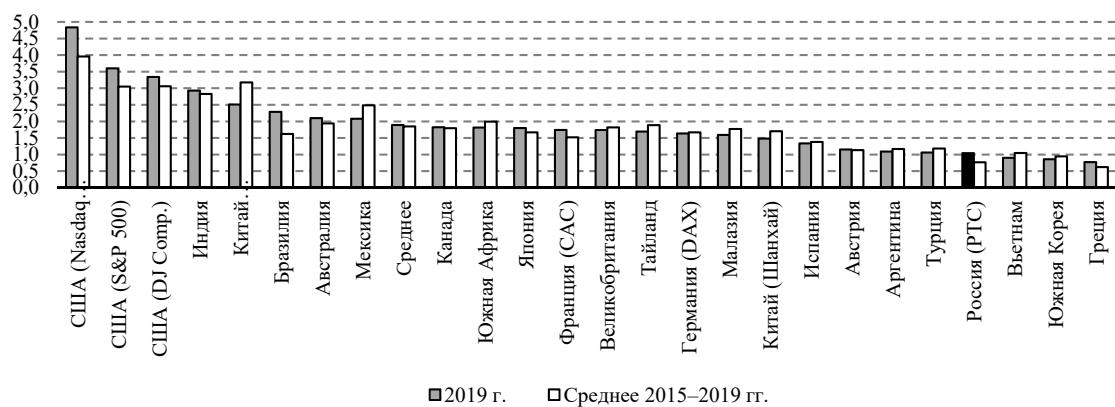


Рис. 16. Значение финансового коэффициента «Цена /Учетная стоимость» в расчете на акцию (P/BV) по состоянию на 31.12.2019 г. и его среднего значения за период 2015–2019 гг. по 26 фондовым индексам разных стран

Источник: расчеты авторов по данным Bloomberg.

¹ По сравнению с выборкой из 31 фондовых индексов в расчетах к *рис. 15*, здесь и далее исключены фондовые индекса Венесуэлы, Индонезии, Италии, Колумбии, Португалии и индекс акций американских компаний Russell 2000 из-за аномальных значений их финансовых коэффициентов.

² Коэффициент P/BV также характеризует относительный размер капитализации компаний. В расчете на акцию он показывает соотношение рыночной капитализации компаний к бухгалтерской стоимости ее собственного капитала, включая уставный капитал, резервы и нераспределенную прибыль компании.

Цены акций российских ПАО являются заниженными по сравнению с конкурентами других стран даже несмотря на то, что их показатель финансовой отдачи на собственный капитал (return on equity, или ROE) существенно выше компаний на других рынках¹. Как показано на *рис. 17*, в 2019 г. из 26 фондовых индексов показатель ROE индекса РТС в размере 15,3% был одним из самых высоких в мире, уступая лишь значениям аналогичного показателя фондового индекса в Аргентине и американского индекса крупных компаний Доу Джонс Композит. Среднее значение ROE российских компаний на 5-летнем временном горизонте в 2015–2019 гг. в размере 11,5% превышало средний уровень показателя по выборке из 26 индексов, равный 9,5%, уступая лишь 6 фондовым индексам.

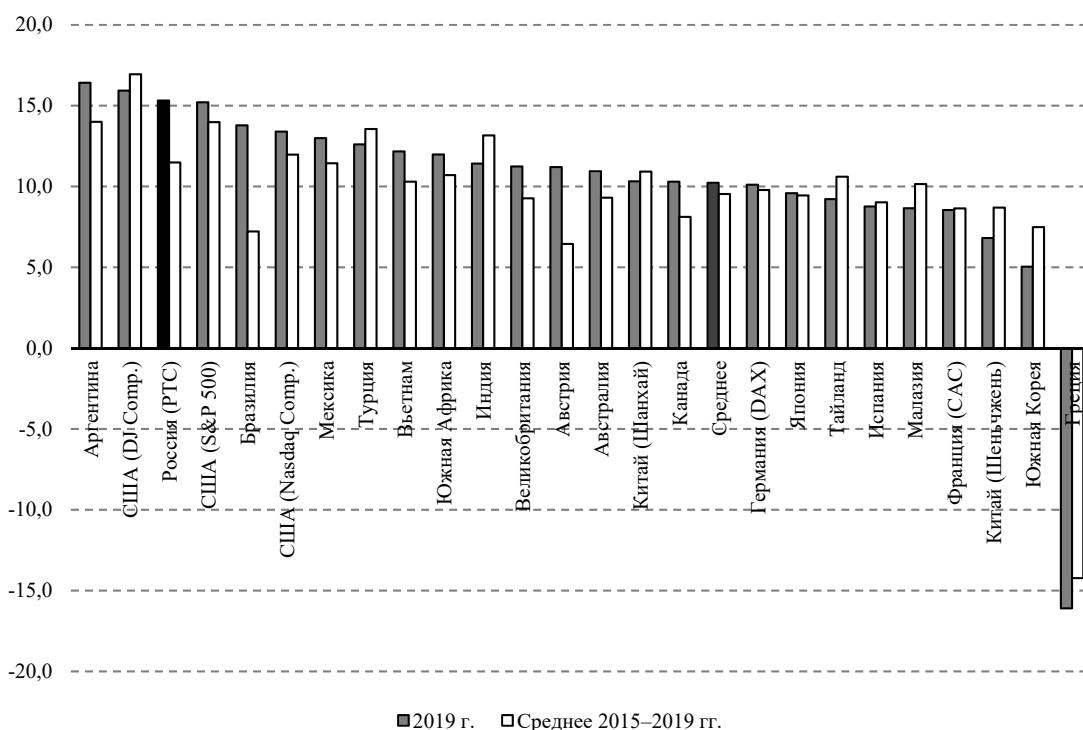


Рис. 17. Финансовый показатель «Чистая прибыль в расчете на собственный капитал» (ROE) по состоянию на 31.12.2019 г. и его среднее значение за период 2015–2019 гг. по 26 фондовым индексам разных стран, %

Источник: расчеты авторов по данным Bloomberg.

В условиях санкций, ограничивающих привлечение внешнего финансирования, и относительно высокого уровня внутренней ключевой ставки по сравнению с другими странами, крупнейшие публичные компании в России характеризуются низкой долговой нагрузкой, снижающейся в течение последних 5 лет. Как показано на *рис. 18*, в 2019 г.

¹ ROE рассчитывается как отношение чистой прибыли компании к учетной стоимости ее собственного капитала, которую не следует путать с капитализацией компании, зависящей от количества обыкновенных акций в обращении и их рыночных цен.

РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА в 2019 году

тенденции и перспективы

из 26 фондовых индексов российские компании индекса РТС имели самый низкий коэффициент долговой нагрузки ($D/EBITDA$ Ratio)¹ в размере 0,3 по сравнению с 3,4 в среднем по выборке стран. В среднем за период 2015–2019 гг. указанный индикатор индекса РТС был также самым низким по выборке, составив 0,7 при среднем значении для всех индексов в размере 3,4.

Таким образом, то обстоятельство что стабильная недооценка акций российских компаний за последние 5 лет наблюдалась на фоне более высоких уровней, чем у многих других фондовых рынков показателей доходности собственного капитала компаний, и при более низком уровне долговой их нагрузки, характеризуемой коэффициентом $D/EBITDA$, позволяет предположить, что основными факторами дисконтов цен акций ПАО из России являются преимущественно экзогенные по отношению к ним факторы, связанные с состоянием инвестиционного климата и иными рисками российской экономики.

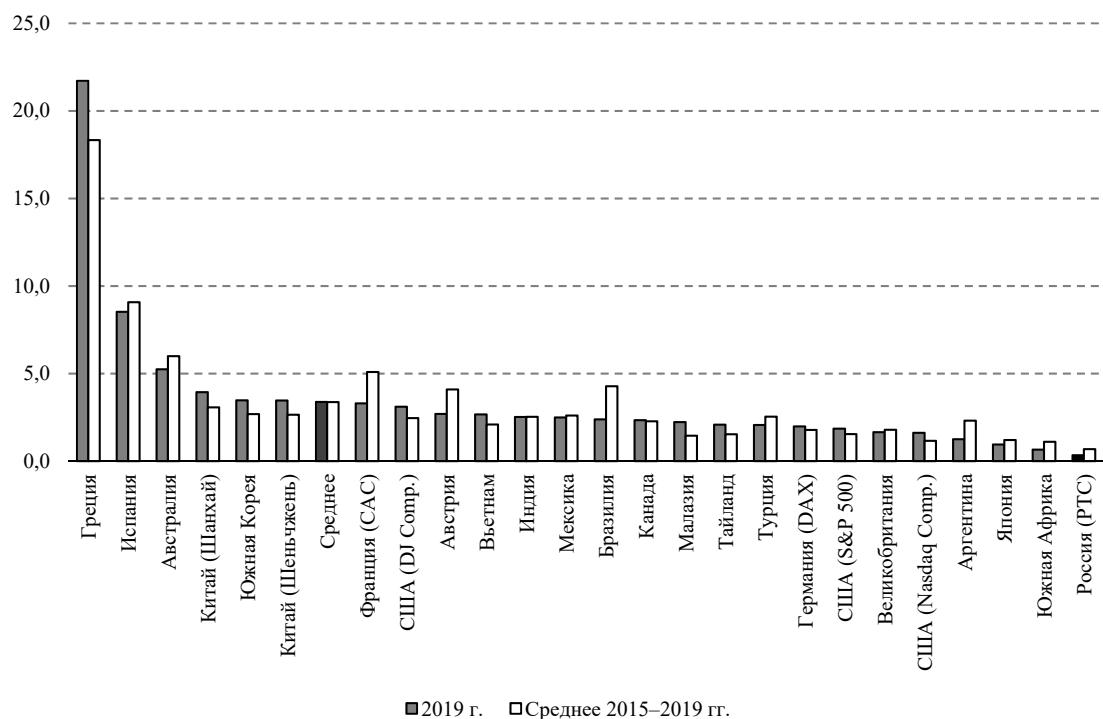


Рис. 18. Финансовый коэффициент «Чистый долг /Операционная прибыль» ($D/EBITDA$) по состоянию на 31.12.2019 г. и его среднее значение за период 2015–2019 гг. по 26 фондовым индексам разных стран

Источник: расчеты авторов по данным Bloomberg.

Позитивной тенденцией на внутреннем фондовом рынке после кризиса 2008 г. стал существенный рост дивидендной доходности акций российских компаний. Дивидендная доходность акций индекса РТС выросла с 1,5% в I квартале 2010 г. до 6,5% в IV квартале 2019 г., или в 4,3 раза (рис. 19а). В 2019 г., как и в среднем за 5-летний период 2015–

¹ Коэффициент $D/EBITDA$ характеризует уровень долговой нагрузки компаний к размеру операционной прибыли до вычета процентов, налогов, износа и начисленной амортизации, отражая их способность погасить данные долги за счет ежегодных собственных источников финансирования компаний.

2019 гг. показатель дивидендной доходности индекса РТС в размере соответственно 6,5 и 5,2% оказался самым высоким из 26 фондовых индексов разных стран (*рис. 19, б*). За те же периоды времени средние значения дивидендной доходности по индексам выборки составляли соответственно 3,0 и 2,8%.

Согласно исследованиям (см. Абрамов и др.¹) основными факторами роста дивидендной доходности в эти годы были стремления эмитентов сохранить инвестиционную привлекательность выпущенных ими ценных бумаг в глазах инвесторов; воздействие Минфина России на крупнейшие компании с государственным участием (КГУ) с требованием выплаты в виде дивидендов не менее 50% их чистой прибыли; а также отчасти стремление крупных акционеров получить дополнительные выплаты от компаний за счет неиспользуемых на цели инвестиций денежных средств.

В теории дивидендная доходность рассматривается как частное от деления показателя дивидендных выплат в процентах к чистой прибыли на коэффициент цена/чистая прибыль в расчете на акцию (P/E Ratio)². Это означает, например, что рост дивидендной доходности может обеспечиваться не только за счет увеличения показателя дивидендных выплат из чистой прибыли, что является позитивным для акционеров фактором, но сокращения P/E Ratio из-за падения цен акций компаний по отношению к ее чистой прибыли, что свидетельствует о негативных для инвесторов процессах.

Как показано на *рис. 19б*, в течение 12-летнего периода 2008–2019 гг. у акций компаний индекса РТС отмеченное на *рис. 19а* повышение дивидендной доходности обеспечивалось за счет одновременного действия двух трендов: роста дивидендных выплат из чистой прибыли с 11,6% в I квартале 2008 г. до 34,7% в IV квартале 2019 г., а также уменьшения значения коэффициента P/E Ratio за аналогичные временные интервалы с 9,6 до 6,8. При этом изменения двух указанных показателей с 2008 г. по 2019 г. было весьма волатильным. Таким образом, опережающий рост дивидендной доходности акций индекса РТС на рассматриваемом 12-летнем горизонте был вызван не только позитивным для инвесторов фактором – увеличением доли чистой прибыли компаний, направляемой на дивиденды, но и влиянием отрицательной тенденции снижения фундаментальной стоимости акций указанных эмитентов.

Несмотря на то, что на периоде с 2015 г. по 2019 г. среднегодовая дивидендная доходность акций российских ПАО была самой высокой из 26 индексов разных стран мира (*рис. 19а*), как показано на *рис. 19г*, это было достигнуто, прежде всего, за счет экстремально низкого значения на фоне других индексов коэффициента P/E Ratio акций индекса РТС. За рассматриваемые 5 лет среднегодовой коэффициент P/E индекса РТС был самым низким из выборки, составляя 6,6 при среднем значении по 26 индексам в размере 20,9. В то же время среднегодовой коэффициент дивидендных выплат акций индекса РТС достигал 34,7%, уступая значениям других 19 индексов из 26, и при его среднем значении по выборке индексов 50,9%.

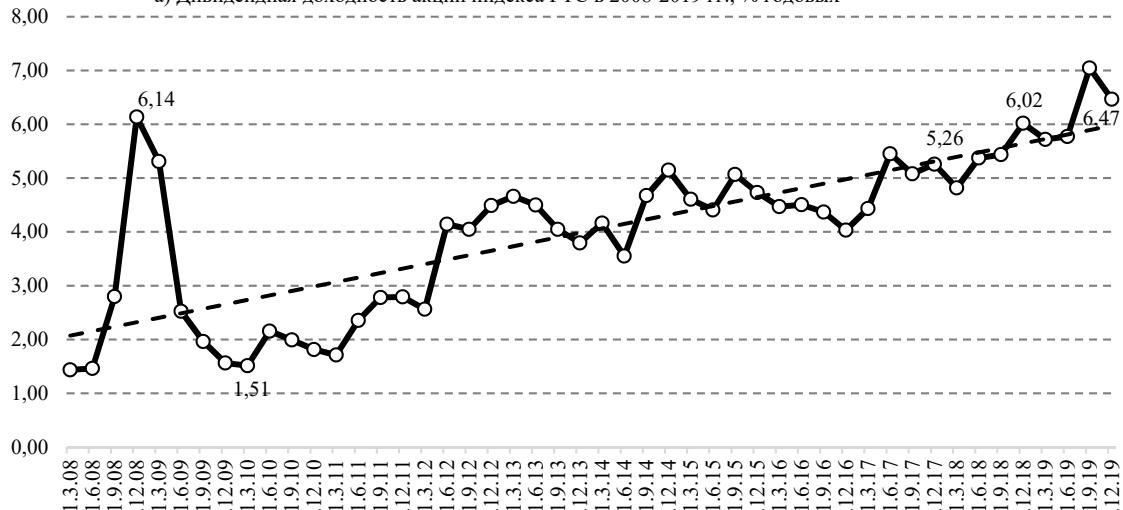
¹ Абрамов А. Е., А. Д. Радыгин, М. И. Чернова, Р. М. Энтов «Загадка дивидендов» и российский рынок акций. Часть первая. // Вопросы экономики. 2020. № 1. С. 66–92; Часть вторая. // Вопросы экономики. 2020. № 2. С. 89–85.

² Данный финансовый коэффициент характеризует относительный размер капитализации компаний: в течение какого количества лет размер чистой прибыли в расчете на одну акцию компании окупает рыночную цену данной акции.

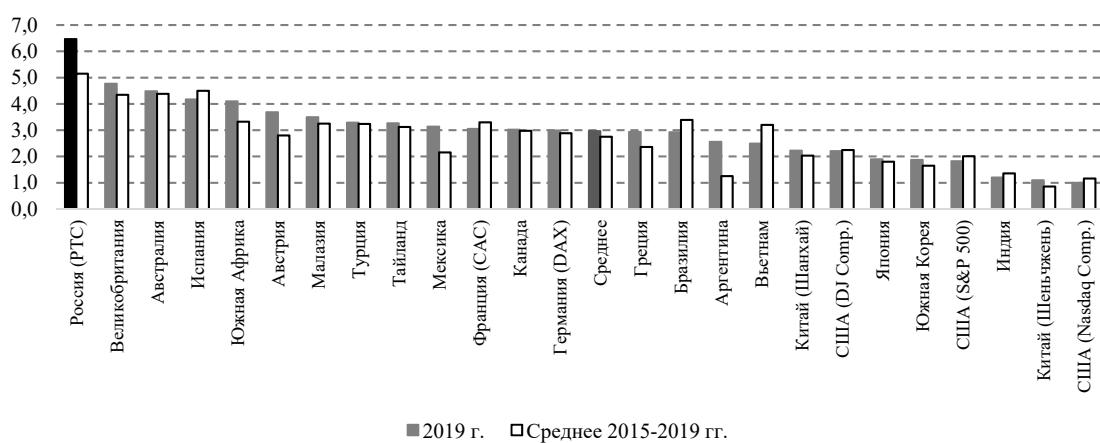
РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА в 2019 году

тенденции и перспективы

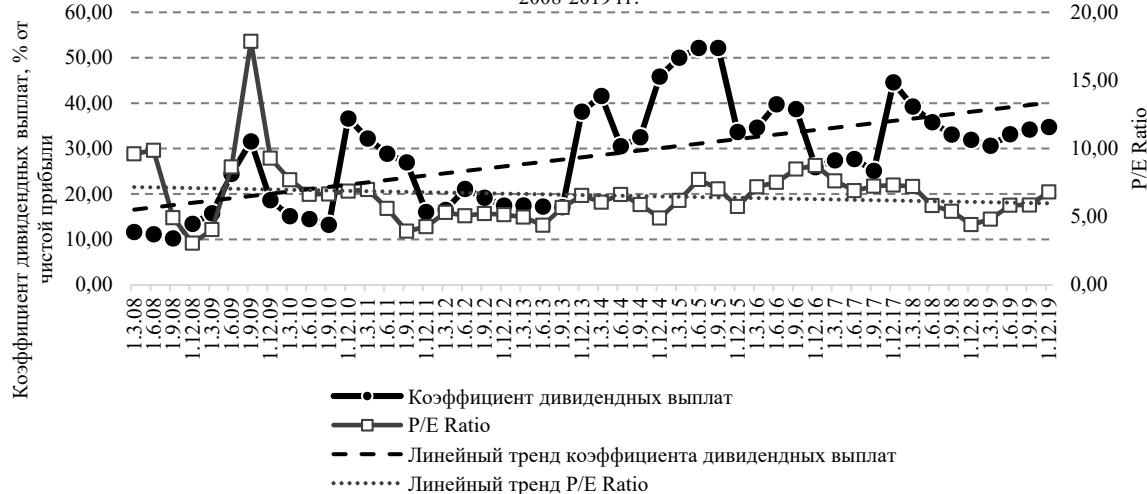
а) Дивидендная доходность акций индекса РТС в 2008-2019 гг., % годовых



б) Дивидендная доходность широких фондовых индексов разных стран в 2019 г. и в среднем за 2015-2019 гг. (5 лет), % годовых



в) Коэффициенты дивидендных выплат и Р/Е акций индекса РТС за период 2008-2019 гг.



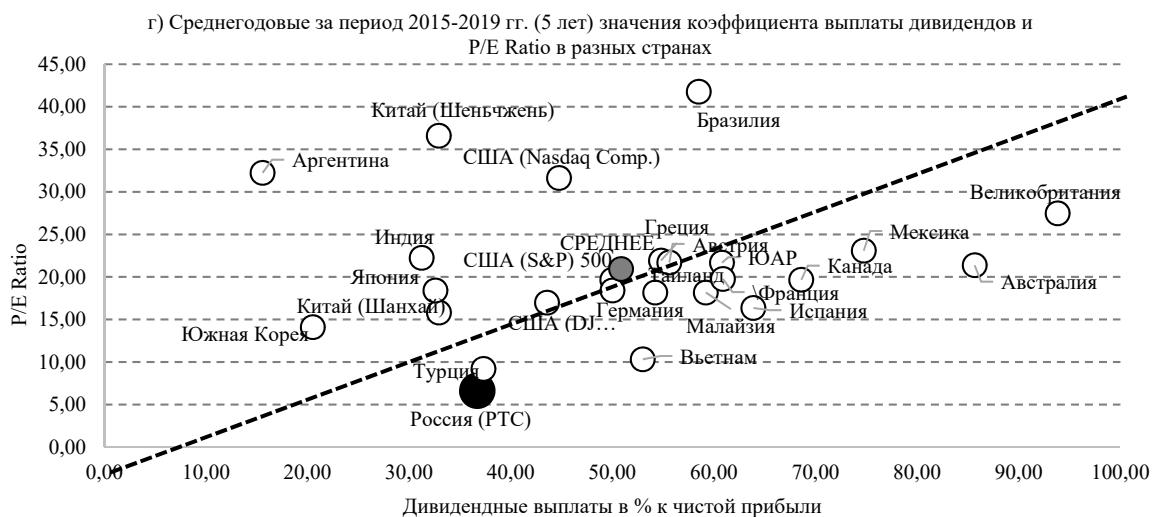


Рис. 19. Анализ дивидендной доходности (dividend yield) акций индекса РТС в % к их рыночной стоимости по состоянию на 31 декабря 2019 г.

Источник: расчеты авторов по данным Bloomberg.

В период 2008–2019 гг. накопленная премия за риск по акциям российских эмитентов¹ составила всего 9,5% по индексу полной доходности² Мосбиржи и 51,5% по рассчитываемому нами индексу широкого рыночного портфеля RMRF (рис. 20). В качестве безрисковой доходности использовалась ежемесячная доходность ставок по депозитам населения сроком от 181 дней до 1 года.

Выпуски находящихся в обращении акций российских компаний не являются однородной массой, отличаясь по тем или иным критериям, характерным для эмитентов. В качестве таких критериев для классификации выпусков акций нами использовались: размер капитализации, ликвидность акций на вторичном рынке, коэффициент P/BV, показатель дивидендной доходности, доли пакетов акций, принадлежащих государству, и доходность акций за предшествующий период. Под каждый из указанных критериев был составлен отдельный портфель акций, пересматриваемый раз в год. Данный подход позволяет ежемесячно оценивать доходность акций разных групп компаний, подобранных по тому или иному признаку³. Он позволяет оценивать эффективность стратегий компа-

¹ Разница между доходностью рыночного портфеля акций и доходностью безрискового актива. В качестве рыночных портфелей в расчетах использованы индекс Мосбиржи полной доходности «брутто» (MCFTR) и составляемый нами широкий рыночный портфель (RMRF), состоящий из всех акций, имеющихся на рынке, где веса акций взвешиваются по рыночной капитализации их эмитентов (с максимальным ограничением на вес 15%). В отличие от индекса Мосбиржи, широкий рыночный портфель учитывает фактор «ошибки выжившего», т.е. доходности акций, прекративших обращение на бирже.

² Под полной доходностью индекса Мосбиржи и индекса широкого рыночного портфеля RMFR здесь и далее понимается доходность, состоящая из прироста курсовой стоимости акций, входящих в индексный портфель, и их дивидендной доходности.

³ Регулярно обновляемые исторические ряды доходностей каждого из указанных факторов рынка акций публикуются нами на страницах сайта лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС в сети «Интернет» по адресу: <https://ipei.ranepa.ru/ru/captm-ru>. Аналогичные расчеты по акциям в США доступны на ресурсе, поддерживаемом американским экономистом Кеннетом Френчем, по адресу: URL: https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html

ний, оцениваемых с помощью указанных финансовых показателей, а также строить стратегии факторного инвестирования, широко применяемые институциональными инвесторами в разных странах мира¹.

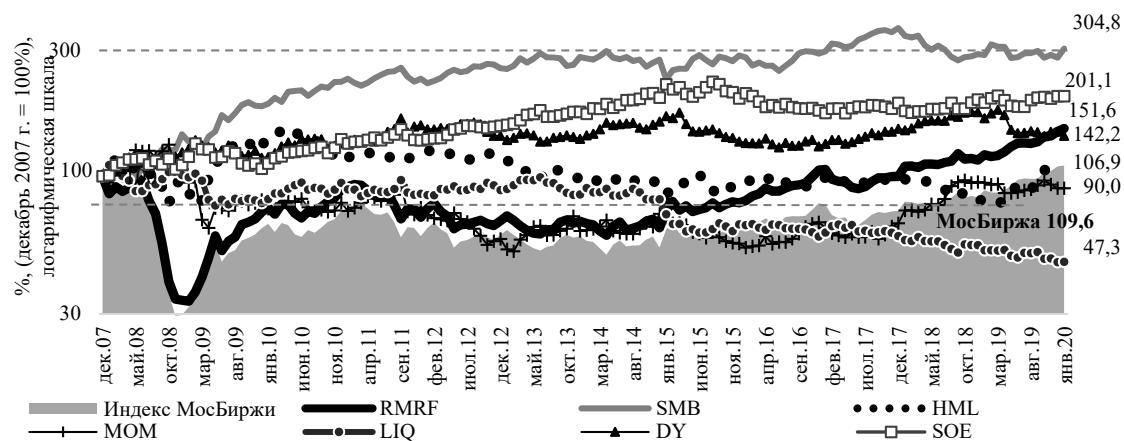


Рис. 20. Накопленная доходность индексов МосБиржи, Широкого индекса акций RMRF и влияющие на них инвестиционные факторы с декабря 2007 г. по январь 2020 г.²

Источник: расчеты авторов по данным ресурса Конструктор CAPM-ru ИПЭИ РАНХиГС. URL: <https://ipei.ranepa.ru/capm-ru>

¹ Более подробно о применении факторных моделей ценообразования на российском рынке акций см.: Абрамов А.Е., Радыгин А.Д., Чернова М.И. Модели ценообразования акций российских компаний и их практическое применение // Вопросы экономики. 2019. № 3. С. 48–76.

² Индекс Мосбиржи – рыночная премия за риск по акциям, рассчитанная как разница между доходностью индекса Мосбиржи с учетом дивидендов (начиная с января 2009 г.) и доходностью безрискового актива; RMRF – рыночная премия за риск по акциям, рассчитанная как разница между доходностью широкого рыночного портфеля с учетом дивидендов и доходностью безрискового актива. SMB – фактор размера, рассчитанный как разница средневзвешенной доходности портфеля акций компаний с низкой капитализацией и средневзвешенной доходности акций компаний с высокой капитализацией (с учетом дивидендов). Распределение компаний на «малые» и «большие» производилось раз в год с пороговым значением рыночной капитализации, равной медиане. HML – фактор стоимости, рассчитанный как разница средневзвешенной доходности портфелей из акций стоимости и средневзвешенной доходности портфелей из акций роста (с учетом дивидендов). Распределение акций на акции роста и стоимости производилось раз в год по показателю Book-to-Market. MOM – фактор момента (инерции), рассчитанный как разница доходностей портфелей с высокой и низкой накопленной доходностью за предыдущие 11 месяцев (с учетом дивидендов). Распределение акций по портфелям акций с низкой и высокой доходностью производилось с периодичностью один раз в год с использованием пороговых значений 30 и 70% квантили. LIQ – фактор ликвидности, рассчитанный как разница средневзвешенной доходности портфелей из акций с низкой ликвидностью и средневзвешенной доходности портфелей из акций с высокой ликвидностью с учетом дивидендов. DY – фактор дивидендной доходности, рассчитанный как разница средневзвешенной доходности портфеля акций компаний с высокой дивидендной доходностью и средневзвешенной доходности акций компаний с низкой дивидендной доходностью. Дивидендная доходность определена как отношение суммы всех выплаченных за календарный год дивидендов к цене акции на начало года. SOE – фактор государственной собственности, рассчитанный как разница средневзвешенной доходности акций частных компаний и доходности портфеля акций компаний с государственной собственностью (КГУ) и средневзвешенной. Компания считалась КГУ, если в ее ежеквартальной отчетности по итогам предыдущего года сумма прямой и косвенной доли государства была более 10%.

Более подробно методика расчета доходности факторов изложена на страницах «Конструктор CAPM-ru» сайта РАНХиГС. URL: <https://ipei.ranepa.ru/ru/capm-ru/metodika-rascheta-faktorov>

Данные графика (*рис. 20*) показывают, что использование трех стратегий отбора выпусков акций из семи – по размеру капитализации компаний, наличию государства в качестве акционера и размеру дивидендной доходности за предшествующий период – позволяет инвесторам повышать доходность их портфелей акций. Ориентация на акции более мелких компаний, акционерных обществ с более низкой долей участия государства в уставном капитале и эмитентов с более высокой дивидендной доходностью с декабря 2007 г. по январь 2020 г. позволяла инвесторам получать накопленную за 12 лет премию в размере соответственно 204,8, 101,1 и 42,2% по сравнению с акциями крупных эмитентов, обществ с большими пакетами акций в руках государства и выплачивающими низкие дивиденды.

Вместе с тем инвестирование в менее ликвидные акции и в акции с более высокой доходностью в 2019 г. не приносили премии, которую обычно инвесторы ожидают получить при инвестициях в немликвидные финансовые инструменты и от использования инерционной инвестиционной стратегии. Не приносила явной выгоды также стратегия инвестирования в акции стоимости или в акции роста.

Таким образом, на внутреннем рынке акций все более заметную роль начинают играть внутренние фундаментальные факторы, влияющие на доходность вложений в акции тех или иных групп эмитентов, что может свидетельствовать о трансформации данного сегмента рынка к более высокому состоянию, характерному для развитых рынков капитала.

3.1.4. Организация рынка акций

Благодаря росту цен на акции российских компаний их капитализация выросла с 576 млрд долл. в 2018 г. до 792 млрд долл. в 2019 г., или на 37,5%¹ (*рис. 21*). По данному показателю российский рынок вышел на уровень 2013 г. на момент его работы до санкций. Однако объемы рыночных сделок, на основании которых рассчитывается рыночная стоимость акций продолжает расти медленно. В 2019 г. она достигла 180 млрд долл., увеличившись за год на 7,8%, составив лишь 74,4% уровня 2013 г. Это означает, что умеренный рост капитализации сопровождался стагнацией ликвидности биржевого рынка акций из-за недостаточной активности на этом рынке нерезидентов и институциональных инвесторов в условиях замораживания системы внутренних пенсионных накоплений.

Уже более 7 лет, начиная с 2013 г., наблюдается тенденция сокращения числа эмитентов в листинге акций на Московской бирже (*рис. 22*). Данный показатель уменьшился с 225 компаний в 2018 г. до 217 в 2019 г., или на 3,6%. Проблема заключается не в том, что те или иные эмитенты выпадают из биржевого листинга, что может быть следствием естественного процесса реорганизаций компаний или ужесточения условий листинга, а в том, что на биржевой рынок не приходят новые компании из среднего и малого бизнеса, не реализуется процесс появления новых национальных чемпионов в бизнесе².

¹ Оценка количественных параметров российского фондового рынка осуществлялась в долларах в целях ее сопоставимости с аналогичной статистикой других стран.

² В I квартале 2020 г. в рамках мер поддержки бизнеса правительство составило список из 646 системообразующих предприятий, которым оно будет готово помочь в первую очередь. Поддержка таких компаний является своевременным и важным шагом, однако, интересно, что 66% компаний из этого списка не состояли в листинге Московской биржи, что предполагает трудности в оценке эффективности деятельности таких компаний и их прозрачности. Вероятно, на будущее включение компаний в подобные списки, позволяющее им рассчитывать на меры государственной поддержки, можно было бы обусловливать их

РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА в 2019 году

тенденции и перспективы

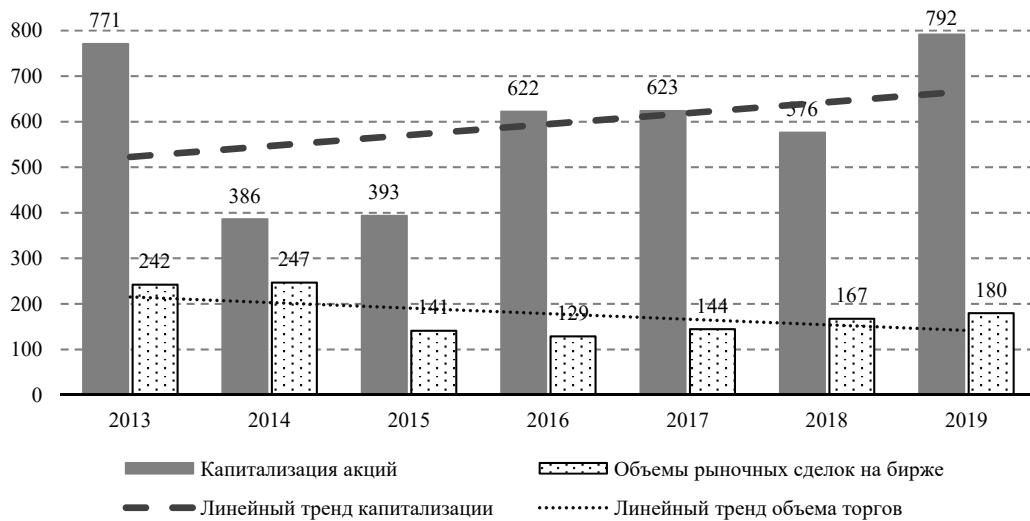


Рис. 21. Капитализация и объем рыночных сделок с акциями¹ на Московской бирже в 2013–2019 гг., млрд долл.

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и Банка России.



Рис. 22. Количество компаний в листинге Московской биржи в 2006–2019 гг.²

Источник: расчеты авторов по данным сборника НАУФОР «Российский фондовый рынок в 2015 г. События и факты», за 2006–2008 гг., а также данным Всемирной федерации бирж – за период 2009–2019 гг.

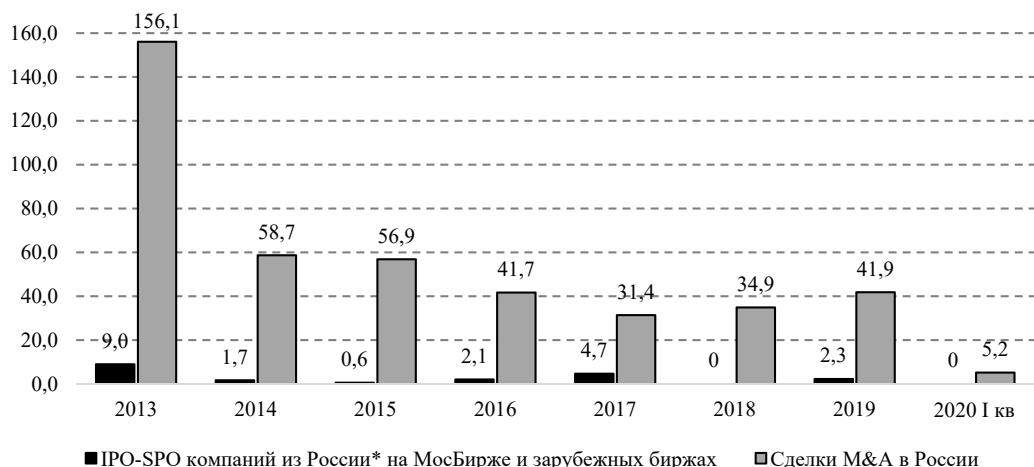
допуском в биржевой листинг, что сделало бы более прозрачным и результативным контроль за мерами государственной поддержки крупных компаний.

¹ Под рыночными понимаются сделки, заключаемые в процессе анонимного аукциона на Московской бирже.

² За период 2006–2011 гг. приводятся данные по листингу биржи ММВБ, за 2012–2019 гг. – по листингу ПАО «Московская биржа».

В 2019 г. немного улучшилась статистика публичных биржевых размещений акций и сделок слияния-поглощения (M&A) с участием российских компаний, т.е. показателей характеризующих эффективность работы внутреннего фондового рынка по привлечению инвестиций и перераспределению собственности на пакеты акций компаний (рис. 23). Если в 2018 г. биржевые сделки IPO-SPO¹ с участием компаний из России на Московской бирже и иностранных биржах не проводились, то в 2019 г. было совершено несколько таких сделок на сумму 2,3 млрд долл. преимущественно в форме SPO на зарубежных биржах. Классическим IPO в 2019 г. являлась только одна сделка по первичному публичному размещению на американской фондовой бирже NASDAQ акций зарегистрированной на Кипре компании HeadHunter, основная деятельность которой осуществляется на территории Российской Федерации, на сумму 220 млн долл. При этом суммарный объем сделок IPO-SPO в 2019 г. уступал аналогичному показателю 2013 г., равному 9,0 млрд долл., в 3,9 раза.

Стоимость завершенных сделок M&A выросла с 34,9 млрд долл. в 2018 г. до 41,9 млрд долл. в 2019 г., или на 20,0%. Однако даже с учетом указанного роста текущие объемы сделок слияния и поглощения остаются существенно меньше, чем в 2013 г., когда их сумма составила 156,1 млрд долл., что в 3,7 раза больше объема сделок, совершенных в 2019 г.



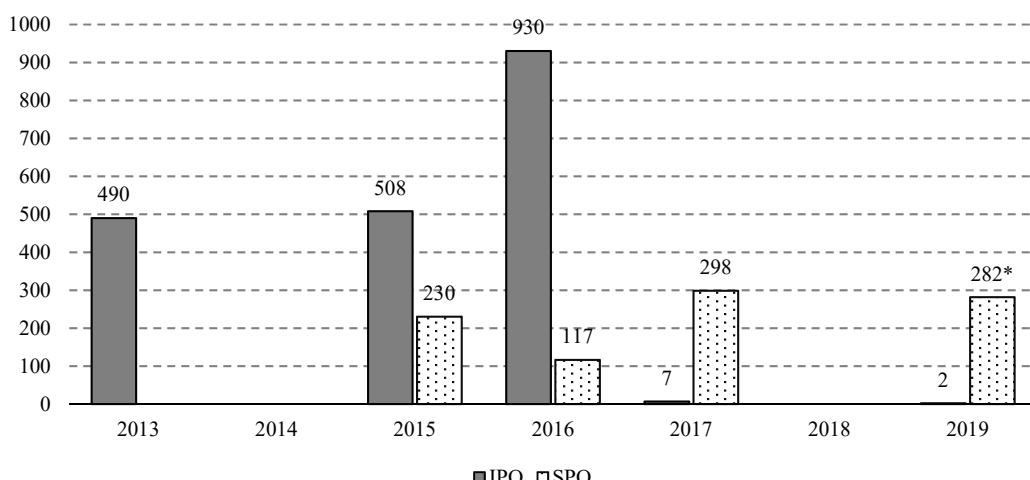
* Российские юридические лица и публичные компании, зарегистрированные в зарубежных юрисдикциях, осуществляющие деятельность в Российской Федерации.

Рис. 23. Стоимость сделок IPO и SPO на Московской бирже и на иностранных биржах компаний из России и стоимость сделок слияния-поглощения с участием российских компаний с 2013 г. по I квартал 2020 г., млрд долл.

Источник: расчеты авторов по данным Всемирной федерации бирж (ВФБ), информационных ресурсов Merger.ru (<http://mergers.ru/>) и Preqveca (<http://preqveca.ru/placements/>) агентства Cbonds.

¹ IPO (initial public offering) представляет собой первичное публичное размещение акций. В статистике ВФБ сделками IPO считаются первичные продажи на бирже вновь выпускаемых акций и пакетов акций, уже принадлежавших их прежним владельцам. SPO (secondary public offering) – сделки по продаже на бирже пакетов акций действующих публичных компаний. Данные сделки также могут заключаться в отношении новых дополнительных выпусков акций или пакетов акций, которые на момент проведения SPO уже принадлежали их прежним владельцам.

За последние три года основная масса сделок IPO-SPO компаний, осуществляющих деятельность на территории Российской Федерации, совершалась на иностранных биржах. Непосредственно на Московской бирже в 2019 г., по данным Всемирной федерации бирж, прошли IPO на сумму около 2 млн долл. и сделки SPO (без учета продаж двух пакетов акций ПАО «Газпром» неизвестному покупателю) на сумму 282 млн долл. (рис. 24). В 2018 г. данные сделки на бирже вообще не осуществлялись. Таким образом, по разным причинам, прежде всего, связанным с нестабильным инвестиционным климатом и недостатком источников рыночного финансирования на бирже, в течение трех лет с 2017 г. по 2019 г. внутренний фондовый рынок практически не осуществлял одну из ключевых своих функций привлечения дополнительных инвестиций в компании путем публичного размещения акций.



* Данные ВФБ о стоимости сделок SPO на Московской бирже в 2019 г. в сумме 5329,7 млн долл. были уменьшены нами на стоимость биржевых сделок с крупными пакетами акций ПАО «Газпром» в сумме 5048 млн долл., совершенных 25 марта 2019 г. и 21 ноябрь 2019 г. по причине их недостаточной информационной прозрачности.

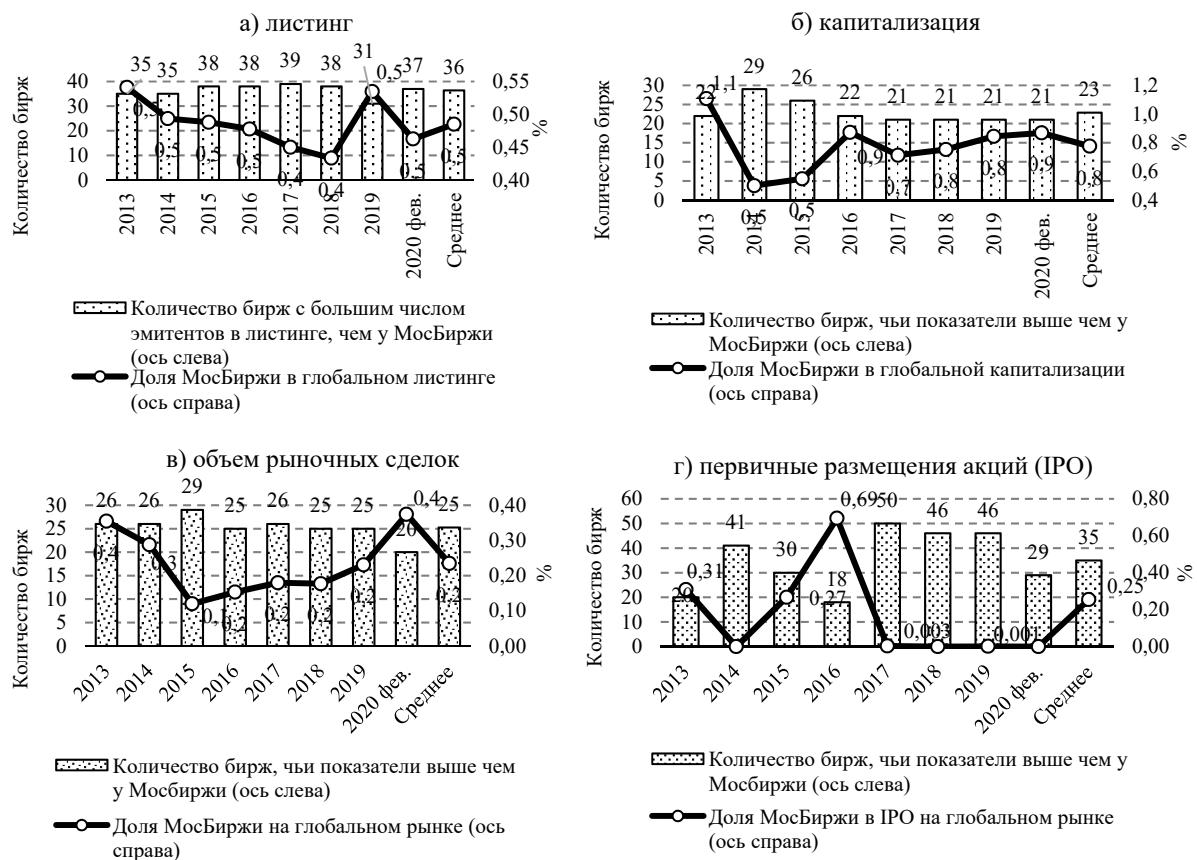
Рис. 24. Стоимость сделок IPO и SPO на Московской бирже
в 2013–2019 гг., млн долл.

Источник: расчеты авторов по данным ВФБ и информационного ресурса Preqveca (URL: <http://preqveca.ru/placements/>) агентства Cbonds.

Сравнительный анализ конкурентоспособности российского рынка акций показывает, что его масштаб и результативность, выражаемая в сумме привлекаемых при помощи эмиссии акций инвестиций и стоимости сделок слияния-поглощения с участием национальных компаний, не соответствуют размерам Российской экономики и сложности решаемых ею задач. В соответствии с Указом Президента Российской Федерации от 7 мая 2018 г. № 2014 «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2024 года» намечена цель вхождения Российской Федерации в число пяти крупнейших экономик мира. Достижение данной цели на фоне экономических санкций, ограничивающих привлечение внешнего финансирования, требует мобилизации масштабных источников внутренних сбережений, в том числе рыночных механизмов трансформации сбережений в инвестиционные ресурсы.

Однако данные, приводимые на *рис. 25*, показывают, что внутренний рынок акций вряд ли способен существенным образом повлиять на решение данных задач из-за его малого размера в сравнении с фондовыми рынками многих других стран. В России, чья экономика стремится стать пятой по размеру в мире, в среднем за период 2013–2019 гг. по числу компаний в листинге Московская биржа уступала 36 биржам в разных странах, по капитализации компаний в листинге – 23 биржам, ликвидности биржевых торгов – 25 биржам, по объему сделок IPO и SPO – соответственно 35 и 40 биржам. В среднем за тот же период времени доля России в количестве компаний в листинге в мире составляла 0,5%, капитализации – 0,8%, объеме биржевых торгов акциями – 0,2%, стоимости сделок IPO и SPO – соответственно 0,001% и 0,04%, объеме сделок слияния-поглощения – 1,25%. В 2019 г. произошли незначительные улучшения в части показателей листинга, капитализации, биржевой ликвидности, сделок SPO и M&A. Однако данные улучшения носят косметический характер и не меняют трендов низкой глобальной конкурентоспособности внутреннего фондового рынка и несоответствия его потенциала тем задачам, которые стоят перед российской экономикой.

Необходимы серьезные меры по реформированию внутреннего фондового рынка, направленные на изменение сложившихся в 2013 – I квартале 2020 гг. трендов его развития и конкурентоспособности. Данные меры должны быть увязаны с решением стратегических экономических и социальных задач общества, определенными национальными проектами и другими документами стратегического планирования.



РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА в 2019 году

тенденции и перспективы

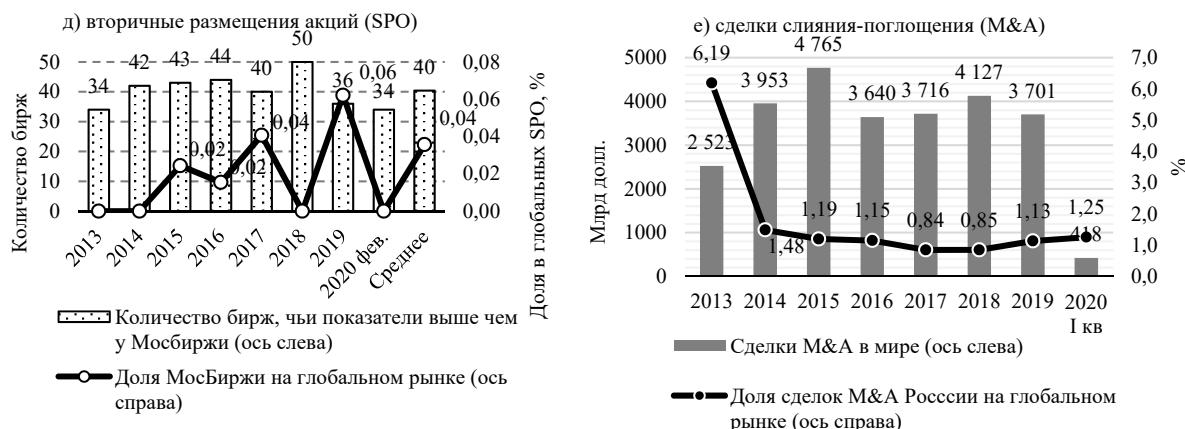


Рис. 25. Показатели конкурентоспособности российского рынка акций в 2006–2019 гг.

Источник: расчеты авторов по данным ВФБ, информационных ресурсов Merger.ru ([URL:<http://mergers.ru/>](http://mergers.ru/)) агентства Cbonds и Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA). URL: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>.

Основная ликвидность на внутреннем фондовом рынке концентрируется на акциях ограниченного круга компаний, и без того высокий уровень концентрации рынка по капитализации продолжает расти. Доля 5 крупнейших эмитентов в капитализации акций (Газпрома, Сбербанка, НК Роснефти, Лукойла и Новатэк) в 2019 г. составила 50,6% по сравнению с 48,7% в 2018-м; доля 10 крупнейших ПАО выросла с 66,8% в 2018 г. до 70,1% в 2019 г., доля 20 крупнейших эмитентов акций – соответственно с 80,6 до 82,9% (рис. 26, табл. 4). В отличие от других стран, где лидерами капитализации часто становятся компании из сферы новой экономики, в России в десятке самых крупных эмитентов продолжают доминировать компании из ТЭК, добывающей промышленности и Сбербанка.

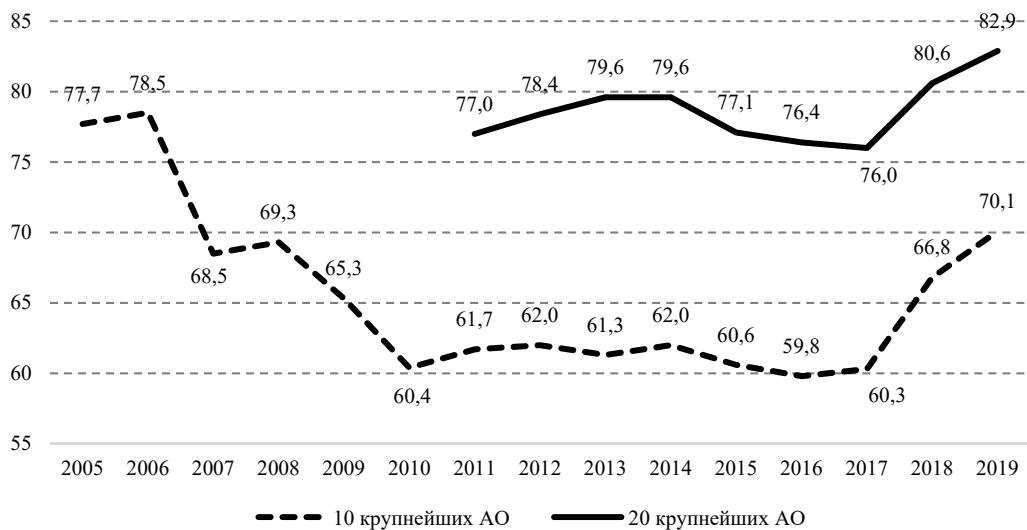


Рис. 26. Доля крупнейших ПАО в капитализации внутреннего рынка акций, %

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

Таблица 4

Капитализация 10 крупнейших российских публичных акционерных обществ (ПАО) в 2017–2019 гг.

	Наименование эмитента	2017 г.			Наименование эмитента	2018 г.			Наименование эмитента	2019 г.	
		Капитализация, млрд руб.	Уд. вес, %			Капитализация, млрд руб.	Уд. вес, %			Капитализация, млрд руб.	Уд. вес, %
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1	ПАО Сбербанк	4 859	13,5	1	ПАО Сбербанк	4 535	11,4	1	ПАО "Газпром"	6 077	12,5
2	ПАО "Газпром"	3 074	8,6	2	ПАО "ЛУКОЙЛ"	4 017	10,1	2	ПАО Сбербанк	5 482	11,3
3	ПАО "НК "Роснефть"	3 072	8,6	3	ПАО "Газпром"	3 739	9,4	3	ПАО "НК "Роснефть"	4 776	9,8
4	ПАО "ЛУКОЙЛ"	2 823	7,9	4	ПАО "НК "Роснефть"	3 629	9,1	4	ПАО "ЛУКОЙЛ"	4 405	9,1
5	ПАО "НОВАТЭК"	2 048	5,7	5	ПАО "НОВАТЭК"	3 431	8,6	5	ПАО "НОВАТЭК"	3 834	7,9
6	ПАО "ГМК "Норильский никель"	1 701	4,7	6	ПАО "ГМК "Норильский никель"	2 059	5,2	6	ПАО "ГМК "Норильский никель"	3 050	6,3
7	ПАО "Газпром нефть"	1 162	3,2	7	ПАО "Газпром нефть"	1 639	4,1	7	ПАО "Газпром нефть"	1 995	4,1
8	ПАО "Татнефть" им. В.Д. Шашина	1 035	2,9	8	ПАО "Татнефть" им. В.Д. Шашина	1 588	4	8	ПАО "Сургутнефтегаз"	1 814	3,7
9	ОАО "Сургутнефтегаз"	991	2,8	9	ОАО "Сургутнефтегаз"	959	2,4	9	ПАО "Татнефть" им. В.Д. Шашина	1 668	3,4
10	ПАО "НЛМК"	885	2,5	10	ПАО "НЛМК"	944	2,4	10	ПАО "Полюс"	945	1,9
	Капитализация всех эмитентов на МБ	35 896	100		Капитализация всех эмитентов на МБ	39 716	100		Капитализация всех эмитентов на МБ	48 579	100
	Капитализация Топ-5 эмитентов	15 876	44,2		Капитализация Топ-5 эмитентов	19 351	48,7		Капитализация Топ-5 эмитентов	24 574	50,6
	Капитализация Топ-10 эмитентов	21 650	60,3		Капитализация Топ-10 эмитентов	26 541	66,8		Капитализация Топ-10 эмитентов	34 047	70,1

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

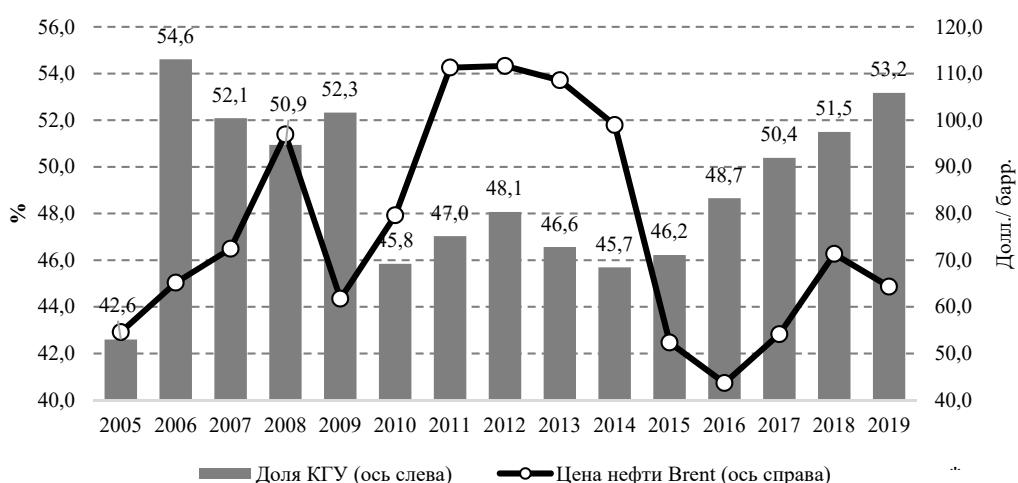
Другой заметной тенденцией 2014–2019 гг. был стабильный рост в капитализации доли компаний с государственной собственностью (КГУ)¹ с 45,7% в 2014 г. до 53,2% в 2019 г. (рис. 25). Данная тенденция была связана с ускоренным ростом капитализации акций компаний ТЭК, где преобладают КГУ, по мере восстановительного роста цен на нефть в 2017–2018 гг. после их провала в 2015–2016 гг., а также благоприятными условиями продажи газа на европейском рынке. Кроме того, здесь можно выделить факторы роста привлекательности акций Сбербанка России у иностранных инвесторов и влияние сделок поглощения частной компании ТНК-ВР государственной НК «Роснефть» в 2013 г., переход из частных в статус КГУ ПАО «Башнефть» в 2014 г. и ПАО «Магнит» в 2018 г.². Падение роли частных компаний в капитализации косвенным образом может

¹ Компания с государственным участием (КГУ) – организация, контролируемая государством, выступающим в роли единственного собственника, владельца мажоритарного или существенного миноритарного пакета акций (доли в уставном капитале) в размере не менее 10%.

² Подробнее о роли КГУ в капитализации см. Радыгин и др. Приватизация 30 лет спустя: масштабы и эффективность государственного сектора / А.Д. Радыгин, Р.М. Энтов, А.Е. Абрамов, М.И. Чернова, Г.Н. Мальгинов. – М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2019.

свидетельствовать об ухудшении инвестиционного климата и условий финансирования их деятельности со стороны банковской системы и других источников средств.

Как показано на рис. 28 в структуре всех биржевых сделок с акциями в 2019 г. на долю рыночных сделок приходилось только 19,9%, на сделки РЕПО – 79,3% и остаток в размере 0,8% составляли сделки, заключаемые в режиме переговоров (РПС). Экономический смысл сделок РЕПО с акциями заключается в использовании активов одних клиентов брокеров в целях краткосрочного кредитования под залог акциями или деньгами, т.е. коротких продаж¹ или маржинальных сделок², других их клиентов. С помощью данного сегмента рынка физические лица – клиенты брокеров также получают дополнительные краткосрочные кредитные ресурсы от самого брокера и иных юридических лиц. Сделки РЕПО позволяют повысить ликвидность акций за счет дополнительных кредитных ресурсов, однако при этом перекладывая повышенные кредитные риски на массу не подготовленных к ним частных клиентов-посредников. Для брокеров использование практически бесплатных активов клиентов с помощью сделок РЕПО и предоставление их в кредит другим клиентам является одним из ключевых источников доходов, составляя 27% их доходной базы, в то время как брокерские и иные комиссии приносят лишь около 16% доходов³.



* Данные о доле капитализации КГУ в 2019 г. являются предварительными.

Рис. 27. Доля компаний с государственным участием (КГУ) в капитализации внутреннего рынка акций и цена барреля нефти Brent в 2005–2019 гг.

Источник: расчеты авторов. URL: <https://ipei.ranepa.ru/kgu>

После кризиса 2008 г. на внутреннем фондовом рынке произошли глубинные изменения модели брокерского бизнеса, заключающиеся в трансформации традиционного посредника, совершающего по поручению клиента сделки с его активами за комиссионное

¹ Продажа ценных бумаг без покрытия в надежде получить прибыль от снижения рыночных цен указанных ценных бумаг.

² Приобретение ценных бумаг за счет заемных денежных средств в расчете на повышение их рыночных цен.

³ Банк России. Отрасль брокеров. Аналитический обзор. 2017 г. и I квартал 2018 г. Доступен на: URL: http://www.cbr.ru/finmarkets/files/supervision/broker_18-01.pdf. В отчете за IV квартал 2019 г. Банк России, к сожалению, данные по итогам 2018 и 2019 гг. не раскрывает эту информацию.

вознаграждение, в бизнес-модель, во многом похожую на деятельность банков на денежном рынке, когда посредник уже от своего имени и на постоянной основе использует активы одних клиентов для кредитования денежными средствами и цennыми бумагами других клиентов, получая доход в виде спредов между выплачиваемыми процентами за привлеченные ресурсы и процентами, взимаемыми с должников. Однако в отличие от банковской сферы новая модель брокерского бизнеса и возникающие при этом специфические системные риски практически остаются вне зоны специального регулирования и надзора. Несмотря на то что число частных лиц – клиентов брокеров приближается к 5 млн, в данной системе не действует система государственных гарантий сохранности активов клиентов, обсуждение уже имеющихся предложений на эту тему затягивается регулятором и законодателями.

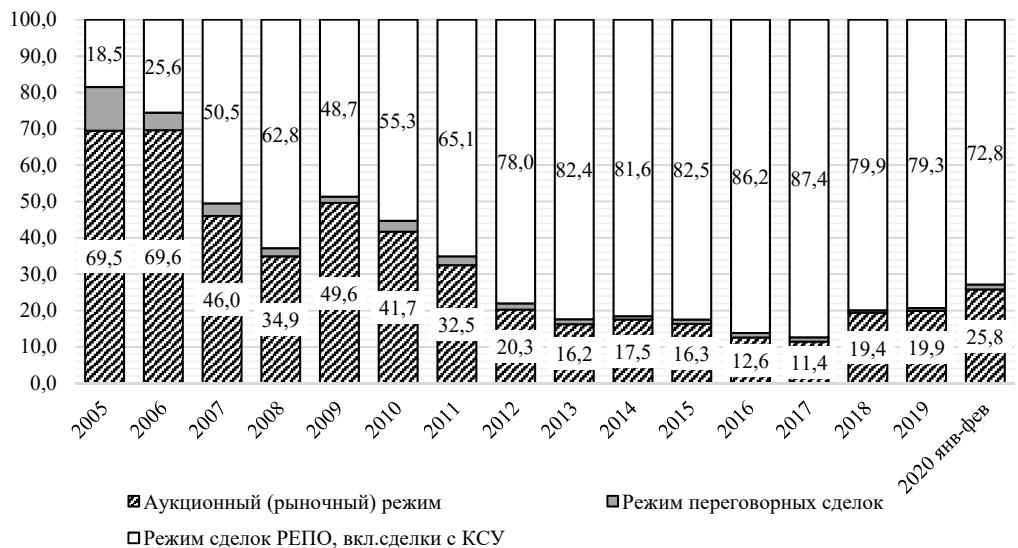


Рис. 28. Структура сделок с акциями на основном рынке Московской биржи с 2005 г. по февраль 2020 г., %

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

Как показано в табл. 5, основными драйверами ликвидности сегмента рыночных сделок с акциями на Московской бирже за период с 2017 г. по февраль 2020 г. выступали нерезиденты (иностранные инвестиционные фонды и банки) и физические лица – резиденты. Доля нерезидентов в объеме сделок выросла с 47,5% в 2017 г. до 48,6% в феврале 2020 г., доля частных лиц также увеличилась, соответственно с 35,3 до 38,0%. В 2019 г. наблюдался массовый приток граждан на фондовый рынок. По данным Банка России, количество клиентов у брокеров выросло с 2,2 млн. в 2018 г. до 4,3 млн, т.е. почти в 2 раза.

Однако, как было показано выше, в комментариях к рис. 25, по критерию объема рыночных сделок с акциями Московская биржа уступает 25 биржам в разных странах мира. В значительном мере это обусловлено более низким уровнем развития внутренних институциональных инвесторов (негосударственных пенсионных фондов, администраций частных пенсионных планов и иных сберегательных программ, паевых инвестиционных фондов, и других структур) в России по сравнению с другими развитыми и разви-

вающимися экономиками. Согласно данным табл. 5, на указанные институты в настоящее время приходится лишь 2,0% от объема рыночных сделок с акциями; их и без того низкая доля на рынке сократилась с 3,2% в 2017 г. до 2,0% в феврале 2020 г.

Таблица 5

Структура инвесторов в режиме основных торгов акциями на Московской бирже с 2017 г. по февраль 2020 г.

	2017	2018	2019	Фев.2020
Нерезиденты	47,5	51,2	47,5	48,6
Физические лица	35,3	34,7	36,7	38,0
Дилеры	8,9	8,2	8,1	6,6
Юридические лица	5,1	3,8	4,7	4,8
Доверительные управляющие	3,2	2,1	3,0	2,0

Источник: составлено авторами по данным Московской биржи¹.

3.1.5. Общие характеристики внутреннего рынка облигаций

В отличие от акций облигации играли более значимую роль в сбережениях² и финансировании потребностей бизнеса и государства. В 2019 г. стоимость облигационных займов в России продолжала расти, достигнув 25,6 трлн руб., что на 16,9% больше по сравнению с 2018 г. (рис. 29). Заметную роль стали играть облигации Банка России (ОБР), выпущенные для управления ликвидностью банковской системы, объем обращения которых в 2019 г. составил 1,9 трлн руб. Стоимость корпоративных облигаций, включая нерыночные выпуски, за год увеличилась с 11,9 трлн руб. до 13,6 трлн руб., или на 14,2%; федеральных облигаций (ОФЗ, ГСО и др.) – с 7,7 трлн руб. до 9,3 трлн руб., или на 20,8%. Объем в обращении региональных облигаций в 2019 г. практически не изменился по сравнению с предшествующим годом, сохранившись на уровне 0,7 трлн руб.

В 2019 г. объем размещения облигаций вновь вырос после спада в предшествующем году (рис. 30). Резко вырос объем размещений корпоративных облигаций с 1,6 трлн руб. в 2018 г. до 2,7 трлн руб. в 2019 г., или на 68,7%. В качестве ключевых причин такого роста новых выпусков корпоративных облигаций в 2019 г. и в январе 2020 г., когда компании разместили облигаций еще 140 млрд руб., эксперты называют три причины: снижение ключевой ставки Банка России, снижение инфляции и укрепление рубля³. В течение 2019 г. Банк России 5 раз подряд снижал ключевую ставку, в результате она уменьшилась с 7,75 до 6,25% годовых. В феврале 2020 г. ключевая ставка еще была снижена до 6,00%. В декабре 2019 – январе 2020 г. впервые за предшествующие 23 месяца было зафиксировано снижение суммарного портфеля рублевых корпоративных кредитов банков на 180 млрд руб., что ряд специалистов связывал с переключением банков механизма предоставления заемных средств компаниям с кредитов на корпоративные облигации⁴. Кроме того, при снижении привлекательности банковских депозитов по мере снижения

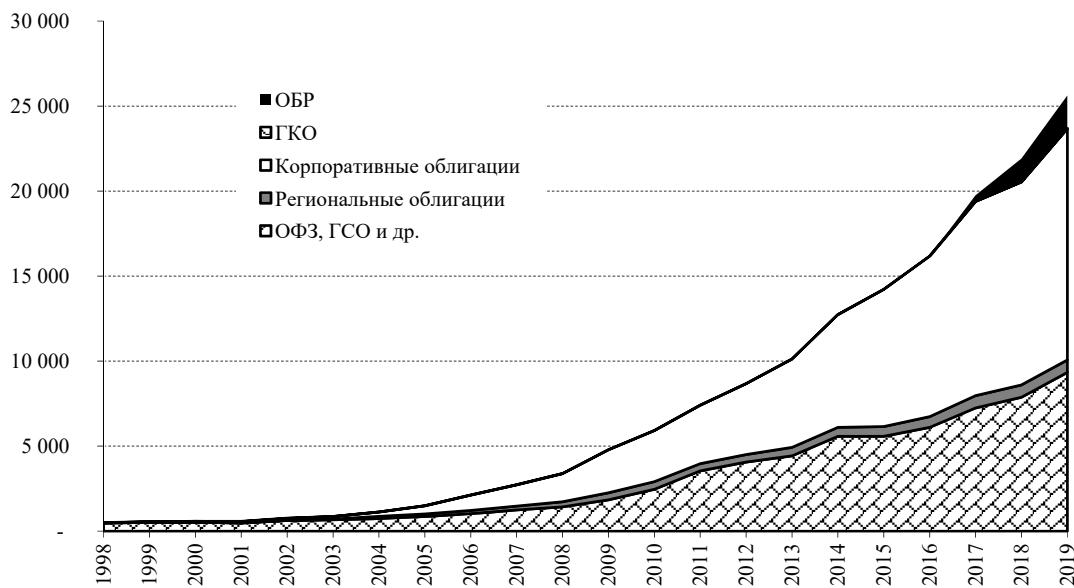
¹ URL: https://www.moex.com/s2184?fbclid=IwAR1Xl1wazyliXc5_77Q7usAilbS4BwecrqBWQ8XtdlHJ78fvoc0bejFDTLA

² Согласно данным НАУФОР доля активов на брокерских счетах, не являющихся индивидуальными инвестиционными счетами (ИИС), инвестированная в акции составляла 28%, а в облигации 59%, на ИИС по 34% активов было размещено в акциях и облигациях. НАУФОР (2020). Ежегодное исследование активности граждан на фондовом рынке. Февраль.

³ Бжезинский Д. (2020). Платеж долг красит. РБК+. Тематическое приложение к еженедельной деловой газете РБК. 26 февраля, № 17 (3184).

⁴ Буйлов М. (2020). Долги выносят на публику: компании замещают кредиты облигациями. Коммерсантъ. 2 марта.

депозитных ставок крупнейшие банки стремились сохранить активы клиентов за счет частичной трансформации их сбережений из депозитов в форму выпускаемых ими обыкновенных и структурных облигаций. Более половины размещенных корпоративных облигаций в 2019 г. пришлась на облигации банковского сектора и небанковские финансовые институты¹. В одном из своих обзоров рынка за 2019 г. Банк России назвал банковские облигации драйвером развития брокерского обслуживания².



*Рис. 29. Объемы рублевых облигаций в обращении,
млрд руб.*

Источник: расчеты авторов по данным Минфина России и Cbonds.

Объем эмиссии облигаций федерального займа вырос с 1,1 трлн руб. в 2018 г. до 2,1 трлн руб. в 2019 г., или на 90,9%. Росту привлекательности ОФЗ со стороны глобальных инвесторов во многом способствовало снижение страновой премии за риск³, а также высокая доходность облигаций в рублях при его укреплении к доллару⁴. В условиях стабильного снижения ключевой ставки повышенный интерес иностранных инвесторов вызывали выпуски ОФЗ с более длительной дюрацией сроком более 7 лет, доходность которых при снижении ставки Банка России растет быстрее, чем у краткосрочных облигаций. За тот же период времени объем выпусков региональных облигаций увеличился с 84,6 млрд руб., до 111,8 млрд руб., или на 32,0%. Объем выпуска краткосрочных ОБР за тот же период времени вырос с 7,0 трлн руб. до 7,9 млрд руб., или на 12,9%.

¹ Бжезинский Д. (2020). Платеж долг красит. РБК+. Тематическое приложение к ежедневной деловой газете РБК. 26 февраля, № 17 (3184).

² Банк России (2020). Обзор ключевых показателей профессиональных участников рынка ценных бумаг. 2019 год. Информационно-аналитический материал. С.7.

³ В соответствии с комментарием к *рис. 13* в 2019 г. размер премии за риск снизился по сравнению с 2018 г. с 9,43 до 6,65% по показателю PRP1, с 8,95 до 6,68% по PRP2.

⁴ Ломская Т. (2019). Иностранцы снова в доле. Ежедневная деловая газета РБК. 8 ноября, №177 (3132).

Как показано на *рис. 31*, основными приобретателями выпусков рублевых облигаций в 2019 г. были нерезиденты, приобретшие 28% их стоимости. Далее следовали кредитные организации, на которых приходилось 15% покупок, негосударственные пенсионные фонды (НПФ) – 11%, население – 11%, страховые организации – 7%, нефинансовые организации – 3%, профессиональные участники и Пенсионный фонд Российской Федерации – по 1% каждый.

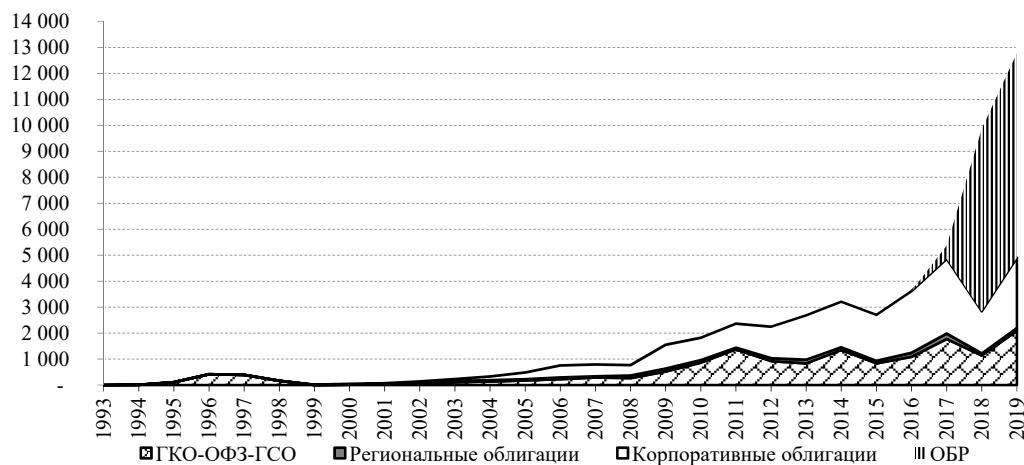


Рис. 30. Объемы размещений рублевых облигаций в 1993–2019 гг., млрд руб.

Источник: расчеты авторов по данным Минфина России и Московской биржи.

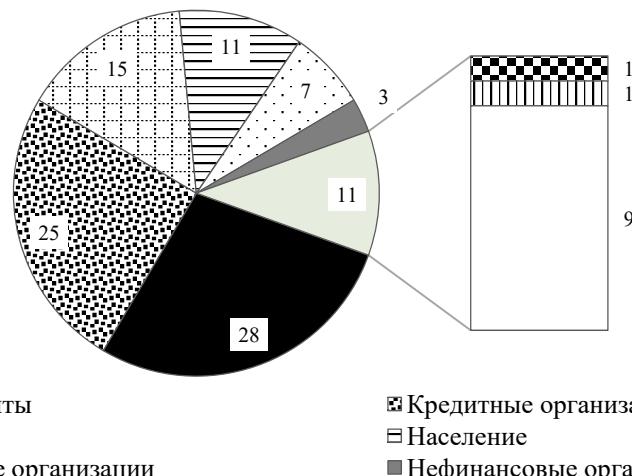


Рис. 31. Структура покупателей вновь выпущенных на внутреннем рынке рублевых долговых ценных бумаг в 2019 г., %

Источник: составлено авторами по данным Банка России (2020)¹.

¹ Банк России (2020). Обзор рисков финансовых рынков. Информационно-аналитический бюллетень. Февраль. С.15.

Рост объема рынка рублевого долга в 2019 г. проходил на фоне усугубления проблем с его ликвидностью, прежде всего, из-за недостаточного уровня развития внутренних институциональных инвесторов и крупных маркет-мейкеров на данном сегменте рынка, в том числе дочерних структур крупных иностранных финансовых организаций. Вторичный рынок государственных и корпоративных облигаций в России функционирует, прежде всего, как денежный рынок в виде сделок РЕПО, а не фондовый рынок, позволяющий строить различные портфельные стратегии долгосрочным инвесторам. В 2019 г. доля сделок РЕПО в стоимости сделок с облигациями на бирже составляла 94,8%, практически не меняясь на протяжении последних 6 лет (рис. 32). На долю рыночных сделок с облигациями в 2019 г. приходилось лишь 2,1% сделок. Для сравнения, в 2005 г. доля сделок РЕПО составляла 28,0%, а рыночных сделок – 12,8%; оставшиеся 59,2% сделок совершались в переговорном режиме. Низкая ликвидность рыночных сделок с облигациями на бирже затрудняет установление их справедливой рыночной стоимости, отсутствие которой искажает риски, отражаемые в учете владельцев облигаций, а также препятствует оперативному выходу инвесторов из указанных вложений при возникновении потребностей в коррекции их портфелей. При прочих равных условиях низкая ликвидности снижает привлекательность финансовых инструментов в глазах инвесторов и увеличивает премию за риск.

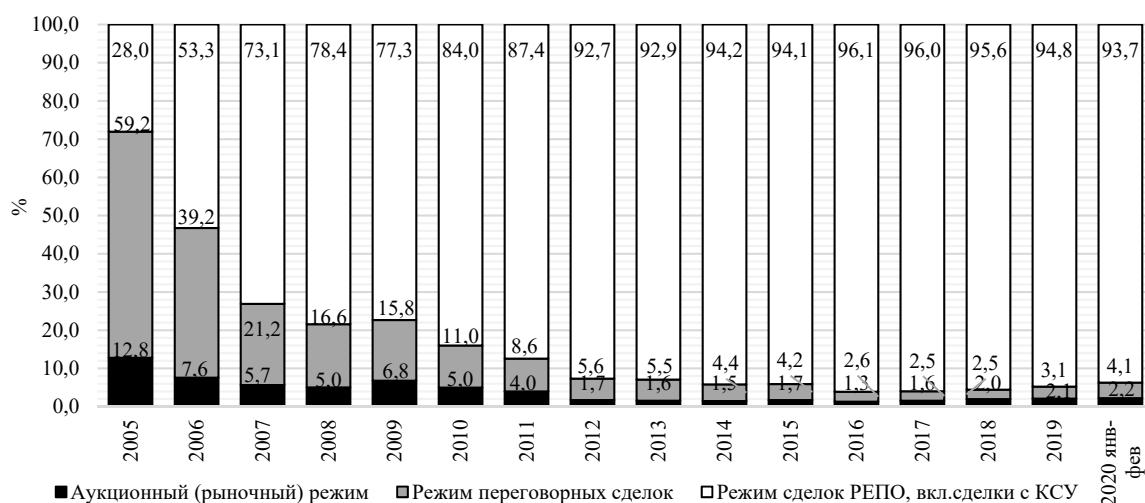


Рис. 32. Структура сделок с облигациями, на Московской бирже с 2005 г. по февраль 2020 г., %

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

Как показано на рис. 33, в 2019 г. продолжилась начатая в предшествующем году тенденция сокращения объемов денежного рынка облигаций, которая не сопровождается соответствующим ростом ликвидности в сегменте рыночных сделок. Снижение объемов сделок РЕПО с облигациями с 219,9 трлн руб. в 2018 г. до 192,6 трлн руб. в 2019 г., или на 12,4%, не было компенсировано за счет соответствующего роста сделок с клиринговыми сертификатами участия (КСУ) с 46,9 трлн руб. до 54,1 трлн руб., или на 15,3%, а также роста внебиржевых сделок РЕПО с участием Казначейства и Банка России через центральный депозитарий НРД с 17,6 трлн руб. до 20,1 трлн руб., или на 14,2%. Вероят-

ной причиной сокращения денежного рынка облигаций в 2019 г. стало сокращение программ рефинансирования банков через сделки РЕПО со стороны Банка России и Минфина России.

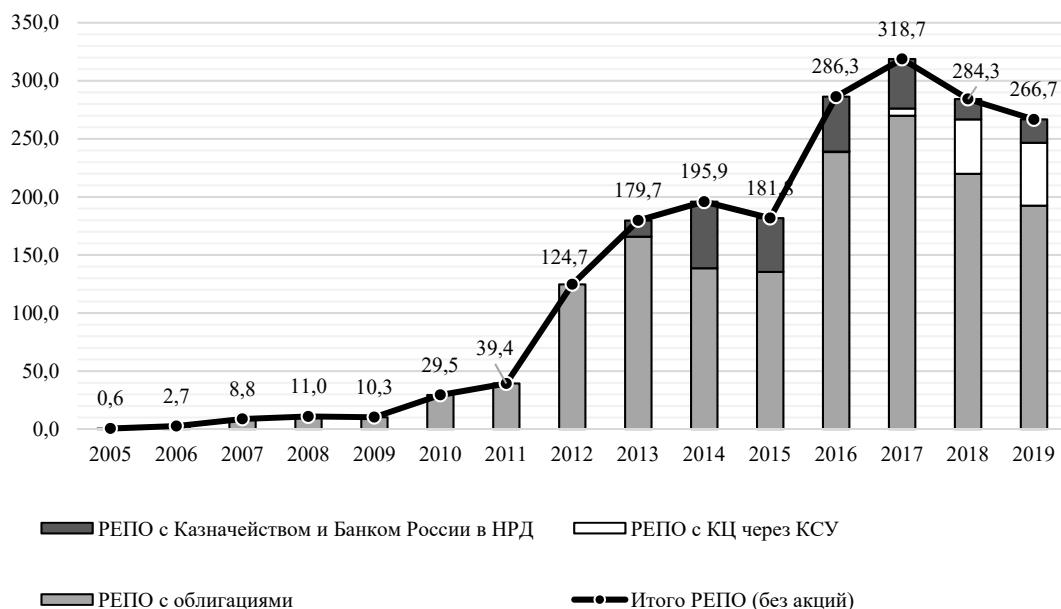


Рис. 33. Стоимость сделок РЕПО с облигациями и клиринговыми сертификатами участия на Московской бирже в 2005–2019 гг., трлн руб.

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

3.1.6. Фундаментальные характеристики корпоративных облигаций

В конце 2019 г. на внутреннем рынке корпоративных облигаций царил эйфория от успехов. В начале 2020 г. журнал «Эксперт» описывал ее так: «На ежегодном Российском облигационном конгрессе, который традиционно в декабре организует компания Cbonds, менеджеры крупнейших операторов индустрии не скрывали прекрасного настроения и намекали на приличные бонусы, которые получат по итогам 2019 года в результате плодотворной работы»¹. Однако уже в конце марта 2020 г. международное рейтинговое агентство Moody's выступило с предупреждением, что обвал цен на нефть и ослабление рубля могут негативно отразиться на капитале российских банков, имеющих большой объем долговых ценных бумаг на балансе². Данная ситуация иллюстрирует высокую волатильность и риски корпоративных облигаций для инвесторов.

¹ Ремизов М. (2020). Захотелось процент повыше. Эксперт, 24 февраля – 1 марта, №9.

² Казарновский П., Кошкина Ю. (2020). Бумаги добавляют уязвимости. Ежедневная деловая газета РБК. 20 марта. № 33 (3200).

На рис. 34 на временных горизонтах – 1 год, 5 лет и 12 лет – в течение 2008–2019 гг. проведено сравнение параметров доходности и риска (стандартного отклонения) индексов корпоративных облигаций 12 разных стран, включая российского IFX Index¹. При этом в целях сопоставимости результатов исторические ряды доходности и соответственно риски скорректированы с учетом курса доллара.

На всех рассматриваемых временных горизонтах индекс IFX характеризовался, как правило, самым высоким уровнем риска, а показатель доходности варьировался в зависимости от временных горизонтов, снижаясь по мере их удлинения. В 2019 г. валютная доходность индекса IFX составила 28,9% годовых при средней доходности по выборке в размере 11,0%; стандартное отклонение по портфелю облигаций российских компаний достигла 8,9% при средней по выборке 6,2%. На 5-летнем временном горизонте в 2015–2019 гг. среднегодовая доходность индекса IFX в размере 10,8% годовых также превзошла среднюю доходность по выборке в объеме 4,6%, однако показатель риска российского облигационного портфеля 16,2% более чем вдвое превысил средний показатель по выборке в 7,1%. На 12-летнем горизонте с 2008 г. по 2019 г. доходность IFX Index 1,9% годовых была существенно ниже средней по выборке в размере 4,3%, а показатель риска снова практически в 2 раза выше среднего – 15,9% против 7,5%.

Это свидетельствует о том, что по параметрам доходности-риска в иностранной валюте долгосрочные вложения в рублевые облигации российских компаний существенно уступают конкурентам из других стран, как развитых, так и развивающихся. Основной проблемой инвестиций в рублевые облигации является нестабильность курса рубля, регулярные девальвации которого снижают привлекательность данных вложений для инвесторов. Это также объясняет причины, в силу которых глобальные инвесторы предпочтуют осуществлять краткосрочные инвестиции в рублевые облигации с расчетом получения дополнительной доходности за счет использования спекулятивной стратегии carry trade в периоды укрепления курса рубля.

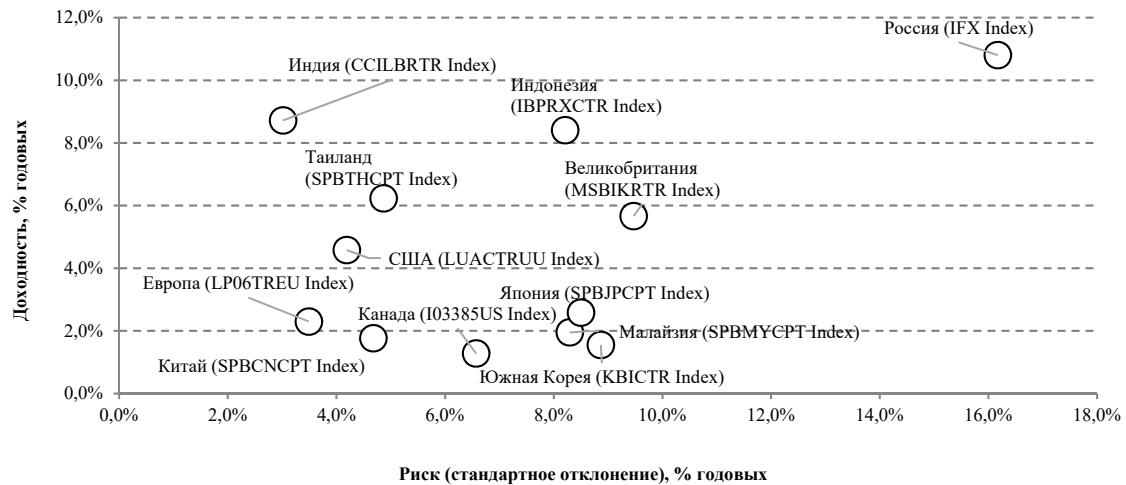


¹ Относительно ограниченный размер выборки стран обусловлен тем, что в информационно-аналитическом ресурсе Блумберг исторические ряды индексов корпоративных облигаций представлены по сравнительно узкому кругу стран.

РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА в 2019 году

тенденции и перспективы

б) 2015-2019 гг. (5 лет): средняя доходность 4,65%, риск 7,19%



в) 2008-2019 гг. (12 лет): средняя доходность 4,32%, риск 7,48%

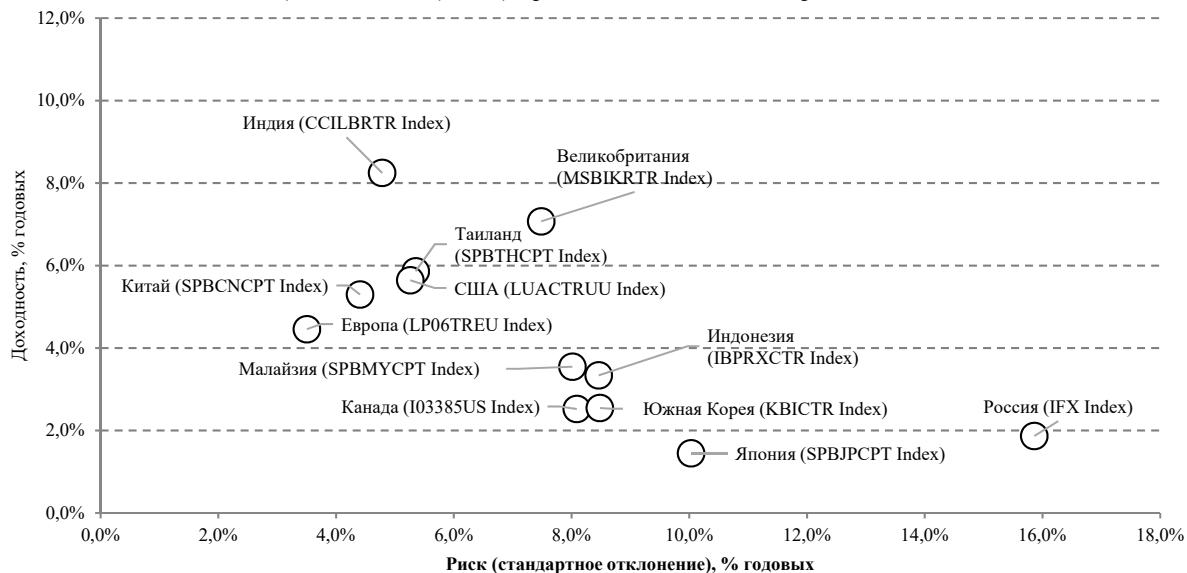
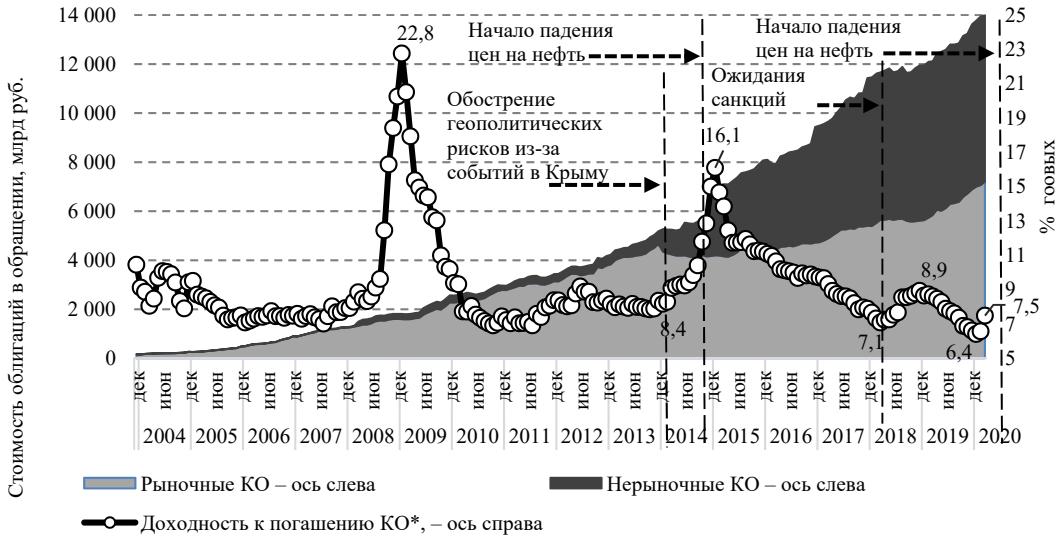


Рис. 34. Параметры среднегеометрических доходностей и риска 12 индексов корпоративных облигаций разных стран¹ с января 2008 г. по декабрь 2019 г. на временных горизонтах – 1 год, 5 и 12 лет, % годовых

Источник: расчеты авторов по данным Bloomberg и Cbonds.

¹ В целях сопоставимости ряды доходности соответствующих страновых индексов были пересчитаны в доллары.

Как показано на *рис. 35*, после кризиса 2008 г. доходность индекса рублевых корпоративных облигаций IFX-Cbonds периодически росла под влиянием спадов цен на нефть и опасений инвесторов на фоне геополитических рисков и международных санкций.



* Доходность к погашению (YTM) по портфелю IFX-Cbonds.

Рис. 35. Стоимость рублевых корпоративных облигаций в обращении и доходность к погашению портфеля корпоративных облигаций IFX-Cbonds с декабря 2003 г. по март 2020 г.

Источник: расчеты авторов по данным CBonds.

При этом с 2014 г. рост рынка корпоративных облигаций стал обеспечиваться преимущественно за счет роста их нерыночных выпусков, не имеющих биржевых котировок. На этом фоне 2019 г. был благоприятным для роста данного сегмента рынка. Средняя доходность к погашению индекса IFX-Cbonds снизилась с 8,90% в 2018 г. до самого низкого посткризисного уровня в размере 6,42% в январе 2020 г. За указанный год более быстро росли рыночные размещения облигаций, доля которых в общей капитализации корпоративных облигаций выросла с 47,0% в 2018 г. до 50,8% в январе 2020 г.

С началом новой волны финансового кризиса средняя доходность облигаций выросла с 6,42 до 7,49% в марте 2020 г. Однако первые недели кризиса пока не привели к каким-либо дефолтам на рынке корпоративных долгов.

Как показано на *рис. 36*, доходность к погашению корпоративных облигаций тесно связана с их дюрацией, рассчитываемой с учетом встроенных в условия их выпусков оферты эмитентов. Как правило, снижение ставок доходности на рынке ведет к более быстрому росту цен и соответственно снижению доходности к погашению облигаций с более длинной дюрацией, что стимулирует эмитентов к более активному выпуску облигаций с длинной дюрацией. Данная тенденция наглядно просматривается на *рис. 36* на периоде 2015–2018 гг., когда снижение доходности облигаций сопровождалось резким ростом их средней дюрации на рынке. Однако данный тренд существенно изменился в 2019 г., когда снижение средней доходности к погашению портфеля IFX-Cbonds неожиданно сопровождалось сокращением его показателя дюрации с 3,22 года до 2,86 лет. Ве-

роятно, это явилось другой, параллельно действовавшей тенденцией на рынке корпоративного долга: массовый приход на рынок эмитентов облигаций с высоким уровнем доходности и риска и без кредитной истории, которые, как правило, выпускаются на короткий срок, привел с снижению показателя средней дюрации вопреки ожиданиям на фоне снижающихся ставок процента. При этом наблюдавшееся в марте 2020 г. повышение показателя дюрации IFX-Cbonds до 3,15 года свидетельствует о том, что приток более рискованных облигаций на рынок стал ограниченным.

Одним из важных трендов на рынке корпоративных облигаций в России и в мире стал ускоренный рост так называемых высокодоходных, или «мусорных», облигаций (ВДО), под которыми понимаются облигации с инвестиционным рейтингом ниже инвестиционного уровня или не имеющие рейтинга вообще. По данным SIFMA, в 2019 г. эмиссия в США ВДО составила 278,3 млрд долл., что на 64,3% больше, чем в 2018 г. Доля ВДО в стоимости размещенных корпоративных облигаций выросла с 12,7% в 2018 г. до 19,7% в 2019 г. В течение всего 2019 г. и в начале 2020 г. вплоть до резкого роста волатильности цен на рынках акций и нефти в марте, на американском рынке наблюдались тенденции заметного снижения доходности как ВДО, так и корпоративных облигаций с минимальным уровнем инвестиционного рейтинга BBB до исторически самого низкого уровня после кризиса 2008 г., а также достижение практически нулевого спреда доходностей между указанными группами облигаций (FRB, 2020)¹. Все это свидетельствует о недоценках со стороны участников рынка уровня кредитных рисков корпоративных облигаций, объем которого в США составляет почти 10 трлн долл.

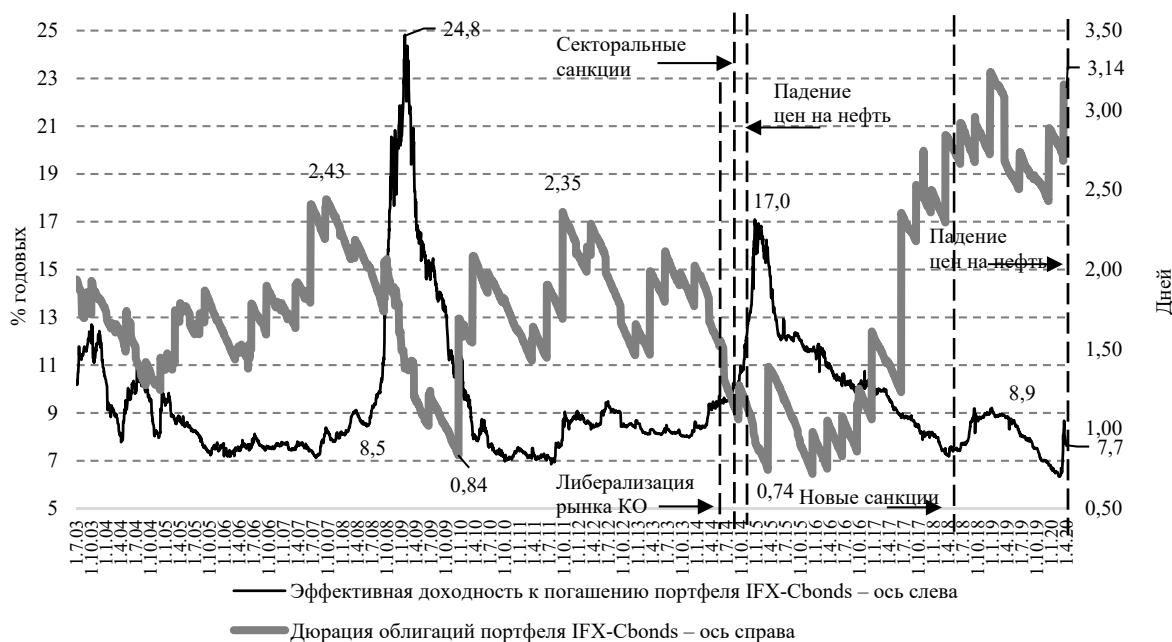


Рис. 36. Динамика эффективной доходности к погашению и дюрации портфеля корпоративных облигаций IFX-Cbonds с 01.07.2003 г. до 03.04.2020 г.

Источник: расчеты авторов по данным CBonds.

¹ Monetary Policy Report. February 7, 2020. Board of Governors of the Federal Reserve System. PP. 22, 24.

В качестве причин этого называют противоположную динамику дюрации выпусков ВДО и облигаций с рейтингом BBB, в частности то, что в 2019 г. средняя дюрация корпоративных облигаций с инвестиционным рейтингом выросла на 13,0%, достигнув 8,02 года, в то время как дюрация ВДО, наоборот, снизилась на 24,0% до 2,98 лет¹. Это означает, что по более долгосрочным облигациям с инвестиционным рейтингом удлинение дюрации вызывает повышение их средней доходности, а сокращение дюрации ВДО влияет на снижение среднего показателя доходности, что во многом искажает общую картину со спредами доходности корпоративных облигаций с разным уровнем кредитного риска. Другим фактором, создававшим повышенный спрос на ВДО, было стремление пенсионных, взаимных фондов и иных институциональных инвесторов добиться за счет наращивания вложений в такие облигации повышения доходности их совокупных инвестиционных портфелей в условиях снижения ключевых процентных ставок ФРС с 2,25–2,50% до 1,5–1,75% в 2019 г. и затем до уровня 0–0,25% по состоянию на 16 марта 2020 г., а также доходности долгосрочных государственных облигаций до уровней ниже одного процента².

В марте 2020 г. рынок ВДО в США стал одним наиболее опасных сегментов распределения на финансовом рынке кредитного риска. Индекс ICE BofA US High Yield Index Option-Adjusted Spread³, отражающий спред доходности между выпусками ВДО и казначейских облигаций соответствующей дюрации, вырос с 3,57% по состоянию на 19 февраля 2020 г. до 7,42% на 12 марта 2020 г., что было значительно ниже пика аналогичного показателя на конец ноября 2008 г. в размере 19,88%, однако при двукратном росте всего за месяц. С 19 февраля по 12 марта 2020 г. спреды доходности выпусков корпоративных облигаций с минимальным инвестиционным рейтингом BBB согласно индексу ICE BofA BBB US Corporate Index Option-Adjusted Spread также подскочили с 1,31% до 2,77%, при том, что в на пике кризиса 2008 г. в декабре они достигали в среднем 7,84%.

Резкий рост доходности ВДО и облигаций с минимальным инвестиционным рейтингом означает начало вывода средств инвесторов из указанных облигаций, что при неблагоприятных условиях может привести к массовым распродажам облигаций, еще более стремительному росту доходностей и в итоге финансовым проблемам эмитентов из-за невозможности рефинансирования корпоративных долгов. Дополнительным риском облигаций с рейтингом BBB может стать пересмотр указанных рейтингов со стороны рейтинговых агентств до уровня мусорных облигаций, что неизбежно вызовет распродажи указанных облигаций со стороны консервативных институциональных инвесторов, которые согласно законодательству не вправе держать в портфеле облигации с не инвестиционным рейтингом. На середину марта 2020 г. несмотря на то, что рейтинговые агентства пока воздерживались от массового пересмотра инвестиционных рейтингов корпоративных облигаций, по данным Credit Benchmark, ряд крупных финансовых структур, самостоятельно ведущих внутренние рейтинги облигаций в своих портфелях, уже начали понижать рейтинги ряда эмитентов до мусорного уровня⁴.

¹ Goldfarb S. (2020). The Hidden Factor Making Junk Bonds Less Risky. The Wall Street Journal – online. Jan. 26.

² Wirz M., Danies P., Goldfarb S. (2020). The Market Meltdown Has a Surprising Survivor: Junk Bonds. The Wall Street Journal – online. March 4.

³ Federal Reserve Bank of St. Louise <https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLH0A0HYM2>

⁴ Wirz M. (2020). Investment-Grade Bonds Could Turn to Junk Amid Global Rout. The Wall Street Journal – online. March 13.

На внутреннем российском фондовом рынке ВДО все более явно становится одним из наиболее динамично растущих сегментов, рассматриваемым как важный источник финансирования малых и средних предприятий. Однако, несмотря на агрессивный маркетинг данных инструментов среди внутренних частных инвесторов, надежной статистики выпусков ВДО пока нет. По оценкам, опубликованным в *Forbes*, объем рынка рублевых ВДО вырос с 8 млрд руб. в 2018 г. до 20 млрд руб. в 2019 г.; на начало 2020 г. насчитывалось около 60 эмитентов ВДО, чьи облигации относились к второму и третьему уровням листинга на Московской бирже. Средняя купонная доходность ВДО составляла 14% годовых, что примерно соответствовало средним ставкам кредитования малого и среднего бизнеса¹.

Отсутствие сопоставимых исторических данных о кредитных рейтингах всех выпусков корпоративных облигаций с учетом особенностей их дюрации затрудняют анализ рисков данного сегмента финансового рынка. Проведенные нами расчеты за период с 2010 г. по февраль 2020 г. по максимально возможному числу ликвидных рыночных выпусков корпоративных облигаций на базе статистических данных, предоставленных аналитическим ресурсом Cbonds, позволили выявить закономерности в динамике различных сегментов рынка рублевых корпоративных, во многом аналогичные текущей ситуации на американском рынке корпоративных долгов².

Приводимые на *рис. 37* данные по стоимости корпоративных облигаций, находящихся в обращении, за период времени с 2010 г. по февраль 2020 г., показывают, что в структуре корпоративного долга преобладали облигации инвестиционного уровня с повышенным уровнем риска (ОПР) и ВДО, однако с 2019 г. наблюдается рост облигаций инвестиционного уровня с минимальным риском (ОМР) и ВДО. В 2018 г. из общей стоимости облигаций в выборке в сумме 3,5 трлн руб. стоимость ОПР составляла 1,9 трлн руб., ВДО – 0,7 трлн руб. К концу 2019 г. из общей стоимости в 4,3 трлн руб. объемы ОПР и ВДО составляли уже 1,7 и 0,5 трлн руб., то есть 39,5 и 11,6% соответственно. Стоимость выпусков ОМР в 2019 г. достигла 2,1 трлн руб. При этом наблюдалась тенденция заметного повышения уровня надежности эмитентов корпоративного долга: доля ОМР в общей стоимости облигаций выросла с 19,1% в 2017 г. и 31,4% в 2018 г. до 48,6% в 2019 г.

¹ Самеев П. (2020). Не надо нагнетать. Как избежать пузыря на рынке высокодоходных облигаций. *Forbes*. 28 января. URL: <https://www.forbes.ru/finansy-i-investicii/391875-ne-nado-nagnetat-kak-izbezhat-puzyrya-na-gupke-vysokodohodnyh-obligaciy>.

² При отсутствии полноценных исторических рядов по рейтингу многих эмитентов корпоративных облигаций нами была использована альтернативная модель оценки кредитных рисков на основе оценки вероятностей дефолта эмитентов по всему долгу в течение следующего года или иного периода. Ранжирование компаний по вероятности дефолта позволяет заменить кредитные рейтинги и получить оценку с ежедневной частотой. Данная модель лежит в основе оценки кредитных рисков агентством Блумберг, которое делит выборку компаний на 21 группу: 10 групп инвестиционного «рейтинга» (IG1–IG10), 6 групп спекулятивного уровня (HY1–HY6) и 5 (около)дефолтных групп (DS1–DS5). В группу IG1 входят компании, для которых вероятность дефолта в течение следующего года находится в диапазоне от 0 до 0,002%, в группу HY1 – от 0,52 до 0,88%, в группу DS1 – от 10 до 15%. Чем больше номер группы, тем больше вероятность дефолта. Группы IG1–IG5 примерно соответствуют кредитному рейтингу от AAA+ до A (однако сравнение очень условно и прямого соответствия между шкалами нет). Группы IG5–IG10 примерно соответствуют рейтингу от A– до BBB–, а группы HY1–HY6 – от BB+ до B–. За период времени 2010–2018 гг. выпуски облигаций были разделены на три группы по уровню кредитного риска: инвестиционный уровень с минимальным риском (группы IG1–IG5), инвестиционный уровень с повышенным риском (группы IG6–IG10) и спекулятивный уровень (HY1–HY6). Дефолтные группы исключены из рассмотрения.

в то время как доля ОПР снизилась с 70,4% в 2017 г. до 39,0% в 2019 г. Доля ВДО практически не менялась, в 2017 г. она составляло 10,2%, в 2018 г. – 15,4%, а в 2019 г. – 12,3%. В начале 2020 г. складывается тенденция к росту доли ОПР и снижению доли ОМР, но данные пока остаются предварительными.

С декабря 2015 г. по январь 2017 г. наблюдается резкий всплеск облигаций спекулятивного уровня. Это связано с тем, что достаточно большое количество эмитентов (22 эмитента 114 облигаций в обращении на тот момент) в конце ноября – начале декабря 2015 года перешли в спекулятивный класс. Среди таких эмитентов, например, РЖД, ВТБ, Россельхозбанк, Почта России, Аэрофлот, Дом РФ и другие.

После 2015 г. по мере снижения волатильности валютного и финансового рынков наряду с процессом снижения доходности рублевых корпоративных облигаций в целом наблюдалась также тенденция сближения эффективной доходности ВДО и облигаций с инвестиционным уровнем (*рис. 38*). С января 2015 г. доходности ВДО и инвестиционных облигаций непрерывно снижались с соответственно 26,7 и 17,8% до 8,9 и 7,1% в конце 2019 г. Данные за первые 2 месяца 2020 г. поддерживают тенденцию снижения ставок и не отражают рост неопределенности на рынках. С 2016 г. спред доходностей между двумя классами облигаций постоянно снижается и не превышает 2 п.п., иногда принимая отрицательные значения.

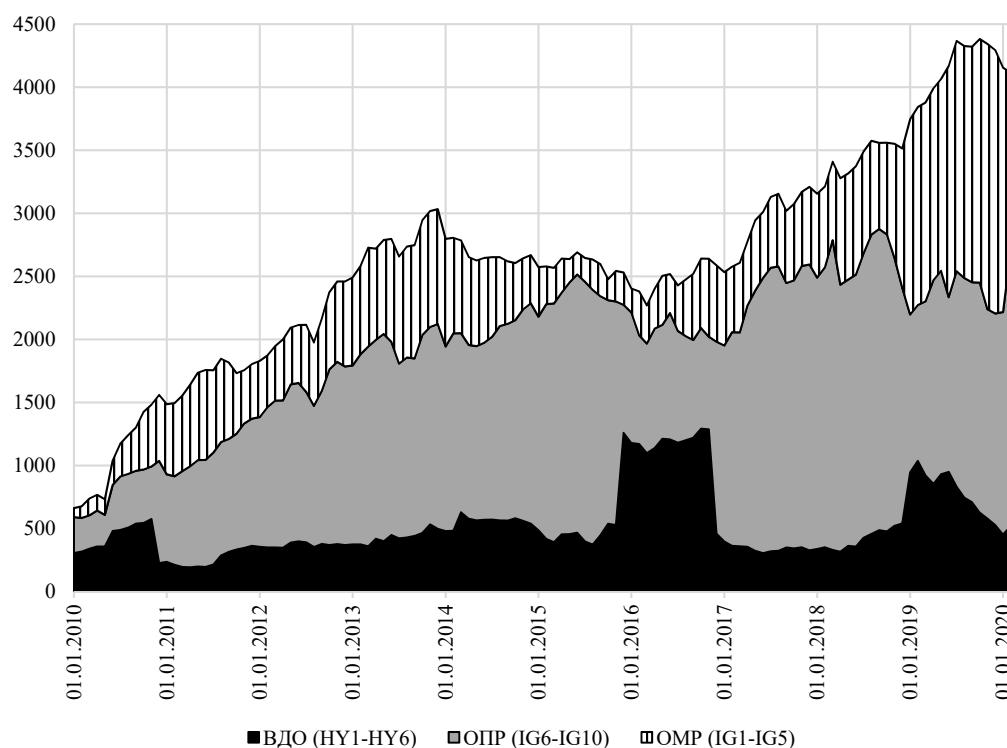


Рис. 37. Стоимость корпоративных облигаций в обращении по основным группам условного кредитного рейтинга, млрд руб., с 2010 г. по февраль 2020 г.

Источник: расчеты авторов по данным Cbonds и Bloomberg.

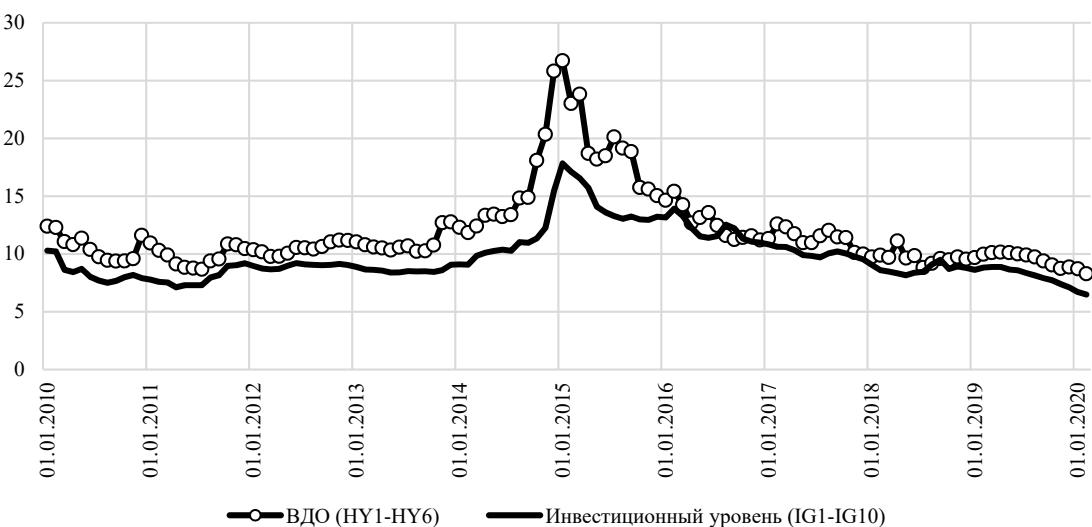


Рис. 38. Средняя эффективная доходность выпусков ВДО и инвестиционных корпоративных облигаций в обращении¹, %, с 2010 по февраль 2020 гг.

Источник: расчеты авторов по данным Cbonds и Bloomberg.

Существенное сближение доходностей корпоративных облигаций с очень разным уровнем риска на внутреннем финансовом рынке, наблюдавшееся в 2016–2019 гг., совпадало с аналогичным явлением на американском долговом рынке. В его основе лежали примерно те же факторы, а именно, более беспечное отношение инвесторов к кредитным рискам по корпоративным облигациям в погоне за более высокой доходностью в условиях снижающихся ставок по банковским депозитам и доходности государственных ценных бумаг, а также эффект некоторого искажения оценок спреда между ВДО и облигациями с инвестиционным рейтингом под влиянием разных тенденций дюрации данных классов долговых обязательств.

Как показано на рис. 39, со второй половины 2016 г. на внутреннем финансовом рынке дюрация корпоративных облигаций с инвестиционным рейтингом заметно росла, а у ВДО, несмотря на рост волатильности данного индикатора срока обращения облигаций в целом она оставалась на примерно одинаковом уровне с 2017 г. В 2018 г. средняя дюрация облигаций с инвестиционным рейтингом достигла 2 лет, в то время как у ВДО 1,7 лет. К концу 2019 г. начался резкий спад дюраций до 1,8 лет у инвестиционного уровня и до 1,4 лет у ВДО с тенденцией дальнейшему снижению и росту спреда дюрации в 2020 г. Поскольку с ростом дюрации выпусков облигаций с инвестиционным рейтингом закономерно повышалась и их доходность, данный эффект в условиях неизменности средней дюрации ВДО способствовал и сближению показателей средней доходности обоих классов долговых инструментов.

¹ Доходность рассчитана как среднее арифметическое между всеми облигациями каждого класса с равными весами, без учета объема выпуска или доли их эмитента в объеме.

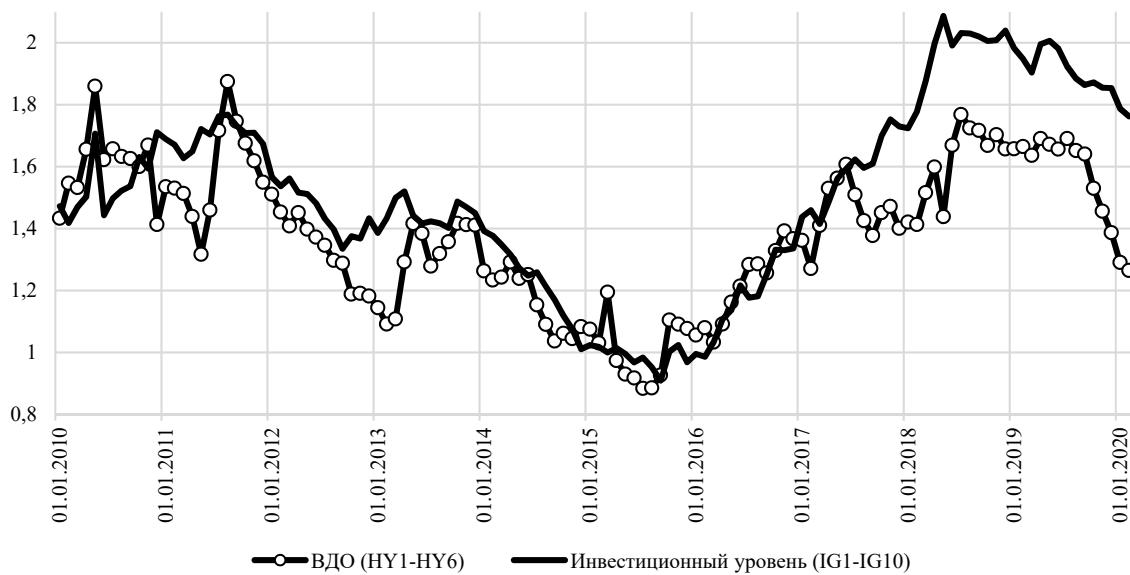


Рис. 39. Средняя дюрация¹ ВДО и инвестиционных корпоративных облигаций в обращении, %, с 2010 г. по февраль 2020 г.

Источник: расчеты авторов по данным Cbonds и Bloomberg.

Дюрация является индикатором процентных рисков долговых финансовых инструментов: облигации с длительным сроком обращения более чутко реагируют на изменения ключевых ставок финансового рынка по сравнению с облигациями с относительно краткосрочной дюрацией. При прочих равных условиях снижение ключевой ставки центрального банка, как правило, ведет к более быстрому росту цен и соответственно снижению доходности долгосрочных облигаций по сравнению с облигациями, выпущенными на более короткое время². Если у основной массы участников долгового рынка резко возрастает неуверенность относительно перспектив будущего роста экономики, то даже в условиях постепенно снижающихся централизованных ставок центрального банка доходность долгосрочных облигаций может начать сближаться с доходностью краткосрочных облигаций и даже превышать последнюю. Это означает то, что кривая доходности облигаций принимает так называемую инверсную (перевернутую) форму, когда доходности краткосрочных выпусков облигаций определенного эмитента превышают доходность облигаций с более длительной дюрацией.

Отрицательное значение спредов доходности между долгосрочными и краткосрочными облигациями часто считается предвестником наступления рецессии. Однако в большей мере такие сигнальные свойства спредов доходностей облигаций с разной

¹ При наличии оферты к погашению, встроенной в условия выпуска корпоративных облигаций, показатель дюрации по таким выпускам рассчитывался не по дате погашения, а дате предъявления оферты по облигациям.

² В США при падении централизованных процентных ставок на 1 п.п. цена государственных облигаций с 25-летним сроком обращения увеличивается на 25 п.п., а цена облигации с 6-летним сроком обращения увеличивается на 6 пунктов. Pellejero S. (2020). Long-Duration Bond Funds Thrive Amid Market Carnage. The Wall Street Journal – online. March 16.

дюрацией относятся к государственным, чем к корпоративных долговым обязательствам¹.

Чтобы лучше понять существенные изменения в средней дюрации ВДО и инвестиционных корпоративных облигаций, появившиеся с 2017 г., обратимся к агрегированному анализу облигаций по группам с различной дюрацией. Дюрацией в данном случае считается модифицированная дюрация к дате погашения или к дате ближайшей оферты, где это применимо. Она, как правило, существенно меньше срока до погашения для большинства купонных облигаций. Как показано на рис. 40, несмотря на позитивную динамику роста доли групп облигаций с более длительной дюрацией сроком от 1 года до 3 лет и свыше 3 лет, основную долю в структуре выпущенных корпоративных облигаций занимают выпуски с относительно короткой дюрацией вплоть до 2018 г. В 2019 г. наметился рост доли облигаций с дюрацией от 1 года до 3 лет, доля которых выросла до 52,6% к концу 2019 г. с 43,7% в 2018 г. На долю облигаций с дюрацией до 1 года в 2019 г. приходилось 26,6% стоимости находившихся в обращении облигаций, на выпуски с дюрацией свыше 3 лет – 20,2%. Относительно краткосрочные по срокам привлечения заемных ресурсов корпоративные облигации не могут в полной мере выполнять функции по финансированию инвестиций в реальный капитал компаний, характеризующиеся более длительными сроками отдачи от вложенных средств.

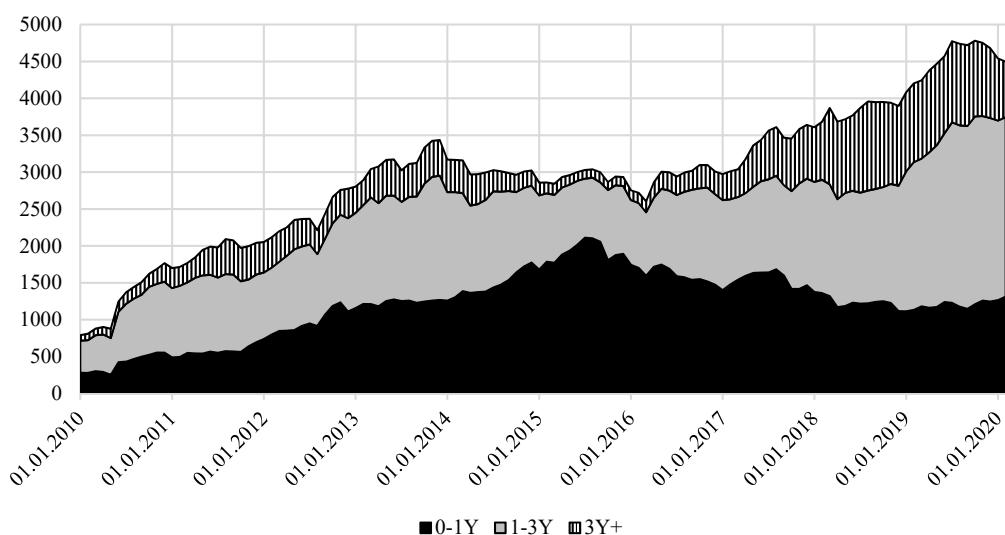


Рис. 40. Объем (фиксированный на момент размещения) выпусков облигаций в обращении по основным группам условного кредитного рейтинга, млрд. руб., с 2010 г. по февраль 2020 г.

Источник: расчеты авторов по данным Cbonds и Bloomberg.

¹ Например, в качестве одного из компонентов Индекса финансовой устойчивости (Financial Condition Index), обладающего сигнальными свойствами, эксперты NBER используют показатель спреда между доходностью 10-летних государственных облигаций США и ключевой ставкой ФРС (Federal Fund Rate). См. Hatzius J., Hooper P., Mishkin F., Schoenholtz K., Watson M. (2010). Financial Condition Index: A Fresh Look after the Financial Crisis. NBER Working Paper Series №16150. July. URL: <http://www.nber.org/papers/w16150>

В 2010 г.– начале 2020 г. довольно неожиданными оказались результаты расчета средней эффективной доходности групп корпоративных облигаций с дюрацией до 1 года, от 1 года до 3 и от 3 до 5 лет (*рис. 41*). Вопреки классическим представлениям о наличии премии за процентный риск по облигациям с более длительной дюрацией, стабильно самой высокой практически на всем протяжении рассматриваемого периода на графике оказалась средняя доходность облигаций с дюрацией до 1 года, а самая низкая эффективная доходность была присуща выпускам с наиболее длинной дюрацией от 3 и более лет. При этом доходности облигаций с разной дюрацией сближаются до практически одинаковых значений в 2019 – начале 2020 гг., что свидетельствует о том, что инвесторы перестали различать дюрации облигаций в терминах премии за риск.

По нашему мнению, отчасти это объясняется данными, представленными на *рис. 39*, из которых следует, что более высокий средний уровень дюрации имели корпоративные облигации с более высоким уровнем кредитного риска. Этим и объясняется, что доходность по облигациям с более длинной дюрацией оказалась ниже доходности облигаций с более низкой дюрацией, но с высоким кредитным риском. Однако это не исключает и возможности того, что хронически более высокая доходность краткосрочных корпоративных облигаций по сравнению с долгосрочными долговыми инструментами вместе с фактами об ограниченном количестве выпусков с действительно длинной дюрацией со сроком 5 лет и выше¹, свидетельствуют об определенной неуверенности инвесторов в долгосрочных перспективах российского финансового рынка и их желании в получении дополнительной премии за ликвидность облигаций российских эмитентов.

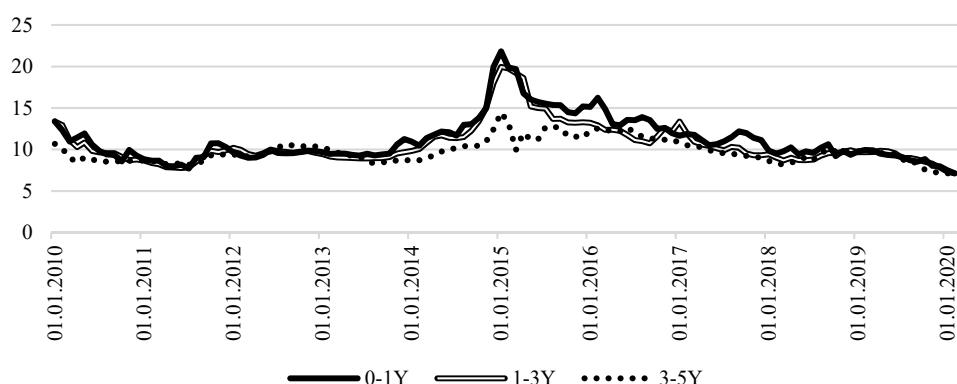


Рис. 41. Средняя эффективная доходность выпусков корпоративных облигаций в обращении с различной дюрацией, %, с 2010 г. по февраль 2020 г.

Источник: расчеты авторов по данным Cbonds и Bloomberg.

3.1.7. Организация рынка корпоративных облигаций

На 1 апреля 2020 г. в листинге Московской биржи находилось 360 выпусков 141 эмитента корпоративных облигаций, годом раньше в биржевом листинге находилось

¹ По нашим расчетам, в 2019 г. в общем количестве выпусков корпоративных облигаций долгосрочные выпуски с дюрацией свыше 5 лет составляли лишь 3,6%.

РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА в 2019 году

тенденции и перспективы

412 выпуска облигаций 181 эмитента. Это значит, что за год число выпусков в листинге сократилось на 12,6%, а количество эмитентов – на 22,1%.

Как показано на *рис. 42* и в *табл. 6*, первичный рынок корпоративных заимствований, как и внутренний рынок акций, является высоко концентрированным, хотя уровень его концентрации в 2019 г. заметно снизился. Доля 10 самых крупных эмитентов корпоративных облигаций снизилась с 58,5% в 2018 г. до 53,5% в 2019 г., доля топ-20 эмитентов за тот же период сократилась – соответственно с 78,8 до 68,3%. Бум на рынке корпоративных облигаций, наблюдавшийся в 2019 г., открывал больше возможностей для размещений облигаций разного типа эмитентов.

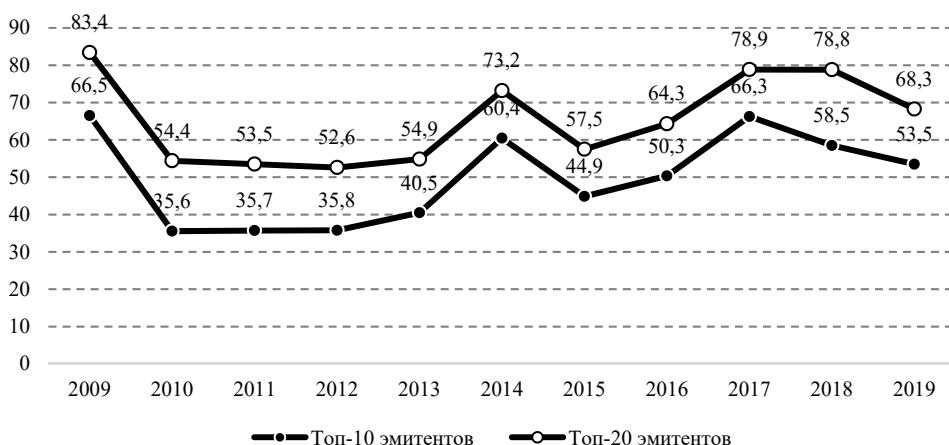


Рис. 42. Доля крупнейших 10 и 20 эмитентов в эмиссии рублевых корпоративных облигаций в 2000–2019 гг., %

Источник: расчеты авторов по данным Cbonds.

Таблица 6

Десять крупнейших эмитентов корпоративных облигаций (КО) и их доля в совокупной стоимости эмиссии выпусков КО

	Эмитенты	2017 г.			Эмитенты	2018 г.			Эмитенты	2019 г.	
		млрд руб.	%			млрд руб.	%			млрд руб.	%
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1	ПАО НК Роснефть	1 051	36,8	1	ПАО Сбербанк	301	17,9	1	ПАО Сбербанк	465	16,1
2	Государственная корпорация развития «ВЭБ.РФ»	126	4,4	2	ООО ДОМ.РФ Ипотечный агент	137	8,2	2	АО ДОМ.РФ	253	8,7
3	АКБ Пересвет (АО)	125	4,4	3	ОАО РЖД	85	5,1	3	Банк ВТБ (ПАО)	172	5,9
4	Ипотечный агент Фабрика ИЦБ	109	3,8	4	АО Россельхозбанк	78	4,7	4	Государственная корпорация развития «ВЭБ.РФ»	170	5,9
5	ПАО Транснефть	107	3,8	5	ООО Жилой микрорайон	76	4,6	5	ОАО РЖД	106	3,7
6	ООО «О1 Груп Финанс»	88	3,1	6	ПАО НК Роснефть	70	4,2	6	Газпромбанк (АО)	95	3,3
7	ОАО РЖД	85	3,0	7	Газпромбанк (АО)	67	4,0	7	ПАО НК Роснефть	80	2,8
8	ПАО Газпром нефть	70	2,5	8	Банк ВТБ (ПАО)	59	3,5	8	МТС	78	2,7
9	Газпромбанк (АО)	65	2,3	9	АО ДОМ.РФ	55	3,3	9	Государственная компания «Автодор»	69	2,4

Окончание таблицы 6

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
10	АО Открытие Холдинг	65	2,3	10	Государственная компания «Автодор»	52	3,1	10	РУСАЛ Братск	60	2,1
	Капитализация всех выпусков КО	2 852	100		Капитализация всех выпусков КО	1 674	100		Капитализация всех выпусков КО	2 893	100
	Капитализация выпусков Топ-10 эмитентов КО	1890	66,3		Капитализация выпусков Топ-10 эмитентов КО	979	58,5		Капитализация выпусков Топ-10 эмитентов КО	1547	53,5

Источник: расчеты авторов по данным Cbonds.

Проведенные нами расчеты по обширной выборке корпоративных облигаций, представленной Cbonds, показывают устойчивый рост доли компаний с государственным участием в стоимости находящихся в обращении корпоративных облигаций (*рис. 43*). Если в начале становления рынка корпоративных облигаций в январе 2003 г. доля КГУ составляла лишь 22,2%, то к декабрю 2019 г. она повысилась до 71,8%, что наглядно отражало характер эволюции внутреннего фондового рынка как механизма, поддерживающего преимущественно государственные компании и плохо выполняющего одну из ключевых функций рынка по финансированию ускоренного развития частных компаний и бизнеса. За прошедший год доля КГУ в стоимости корпоративных облигаций выросла с 70,0% в 2018 г. до 71,8% в 2019 г.

Стабильный рост доли КГУ в капитализации корпоративных облигаций показывает, что государственным компаниям проще строить доверительные отношения с инвесторами, внутренними банками и НПФ, среди которых преобладают контролируемые государством структуры.

В 2019 г. российские компании не проявляли высокой активности на рынке еврооблигаций, общая стоимость данных заимствований в сумме 103 млрд долл. сохранилась примерно на уровне 2018 г. (*рис. 44*). При этом внутренний рынок рублевых корпоративных облигаций даже несмотря на эффект укрепления рубля к доллару вырос с 191 млрд долл. в 2018 г. до 210 млрд долл. в 2019 г., или на 9,9%. Теперь внутренний рублевый рынок корпоративных заимствований примерно в 2 раза превосходит рынок еврооблигаций компаний.

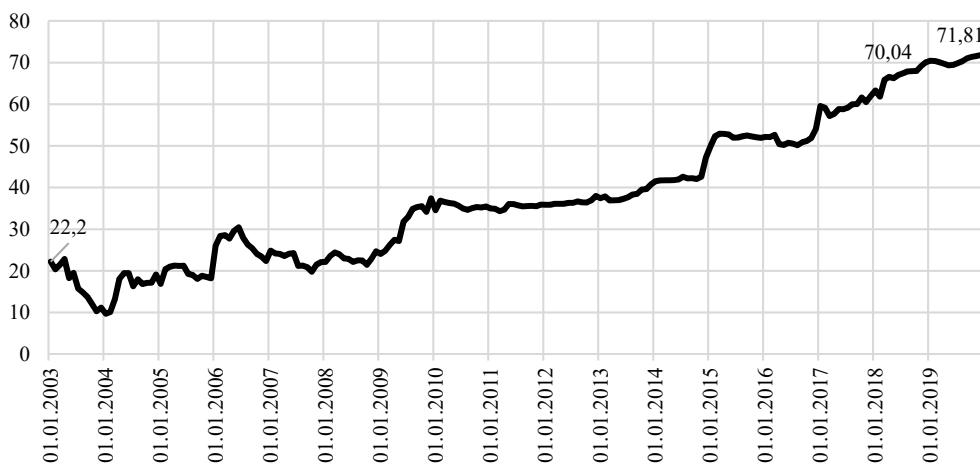


Рис. 43. Доля КГУ в стоимости находящихся в обращении рублевых корпоративных облигаций, %

Источник: расчеты авторов по данным Cbonds.

РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА в 2019 году

тенденции и перспективы

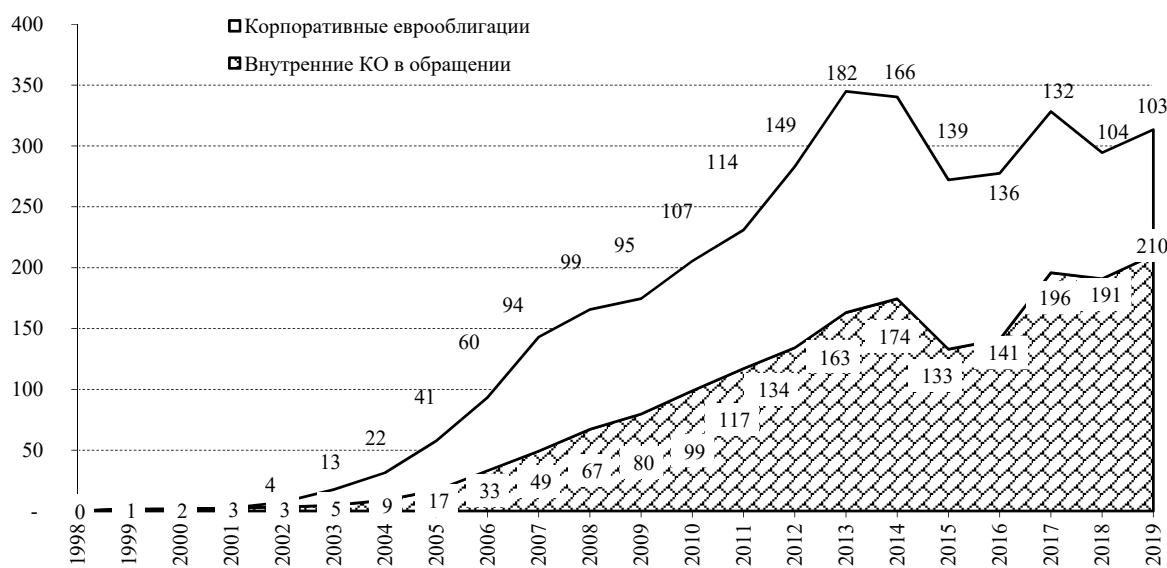


Рис. 44. Объемы корпоративных облигаций российских эмитентов в обращении в 1998–2019 гг., млрд долл.

Источник: расчеты авторов по данным Cbonds и Московской биржи.

В 2019 г. на рынке корпоративных облигаций появились новые инструменты с агрессивными продажами их частным инвесторам.

Например, это относится к высокодоходным облигациям (ВДО), т.е. долговым инструментам, не имеющих инвестиционных рейтингов, но отличающихся более высокой доходностью. В качестве организаторов размещений ВДО выступали относительно мелкие инвестиционные компании, такие как «Иволга Капитал», «Юнисервис Капитал» и «БКС Глобал маркетс». Удивительно, что несмотря на высокие риски данных вложений и низкую прозрачность эмитентов, 60–70% размещаемых выпусков ВДО выкупали именно физические лица, не всегда понимающие риски подобных вложений¹. Продвижению ВДО способствовали механизмы поддержки их выпусков со стороны государственных структур, таких как МСП-банк, предоставлявшим гарантии и поручительства по выпускам таких облигаций в сумме до 500 млн руб. Еще одним механизмом поддержки было субсидирование ставок купонов по облигациям со стороны Минэкономразвития России при поддержке Корпорации МСП, а также субсидирование подготовки к листингу, предполагающее компенсацию затрат эмитентов в размере до 2% от объема выпуска облигаций, но не более 1,5 млн руб.². Странно, что подобные программы реализовывались при отсутствии необходимых требований по наличию рейтингов у подобных эмитентов, прозрачности их финансовой отчетности и разумных ограничений по предложению подобных инструментов преимущественно для частных неискушенных инвесторов.

С 16 октября 2018 г. вступили в силу поправки в российское законодательство о ценных бумагах, позволяющие компаниям выпускать так называемые структурные облигации, выплаты по которым привязываются к заранее оговоренным при выпуске событиям

¹ Ремизов М. (2020). Захотелось процент повыше. Эксперт, 24 февраля – 1 марта, № 9.

² Там же.

или условиям. Доход по таким облигациям обычно привязывается к изменению стоимости акций, фондовых индексов, товарных и иных инвестиционных активов. Согласно данным «Коммерсанта», в 2019 г. было выпущено около 158 выпусков структурных облигаций на сумму 145,5 млрд руб.¹. Среди эмитентов лидировали крупнейшие банки – Сбербанк России, ВТБ, Альфа-банк и Газпромбанк. Основными приобретателями структурных облигаций выступали состоятельные частные инвесторы, являющиеся по законодательству квалифицированными инвесторами. Доходность инвестиционных стратегий, реализуемых структурными облигациями, не является прозрачной, что само по себе несет значительные риски для инвесторов. По данным того же «Коммерсанта» по уже погашенным выпускам ряда крупных банкам доходность стратегий оказывалась на уровне доходности аналогичных выпусков классических облигаций и часто ниже².

3.1.8. Рынок государственных облигаций

В 2019 г. на рынке ОФЗ Минфин привлек рекордную за последние годы сумму чистых заимствований в размере 1394 млрд руб. Это оказалось заметно выше, чем показатели чистых заимствований в 2016, 2017 и 2018 гг. в размерах соответственно 547 млрд руб., 1270 млрд руб. и 670 млрд руб. Лишь в марте 2020 г. до этого успешно работавший механизм привлечения средств с помощью ОФЗ начал давать сбои: в январе–феврале объем чистого привлечения составил 251 млрд руб., однако в марте Минфин не сумел разместить ОФЗ на предложенных рынку условиях. 4 марта 2020 г., за несколько дней до масштабного падения цен акций, Минфин был вынужден отменить аукцион по размещению ОФЗ, за неделю до этого события доходности разных выпусков ОФЗ подскочили на 0,5–0,7 п.п.³

В 2019 г. росту внутреннего рынка государственных ценных бумаг способствовали политика снижения учетной ставки Банка России; укрепление курса рубля, стимулировавшее приток иностранных портфельных инвестиций; и снижение доходности государственных облигаций, подталкивавшее Минфин к рекордным заимствованиям. Как показано на *рис. 45*, совокупный объем ОФЗ по итогам I квартала 2020 г. достиг 9,2 трлн руб., показав рост на 22,7% по отношению к 7,5 трлн руб. в 2018 г.

Структура выпусков ОФЗ на рассматриваемом временном горизонте во многом отражала особенности состава ключевых для данного сегмента финансового рынка инвесторов на том или ином этапе развития⁴. ОФЗ-АД с амортизацией основного долга, на которые в 2019 г. приходилось 3,4% стоимости ОФЗ, являются удобным инструментом для инвестирования пенсионных накоплений в условиях волатильного рынка, но создают сложности в управлении госдолгом для Минфина. С 2002 г. по 2014 г. драйвером роста данного сегмента гособлигаций выступали НПФ, прежде всего за счет инвестирования пенсионных накоплений. Однако с 2014 г. их популярность стала снижаться вслед за введением «заморозки» пенсионных накоплений. Кроме того, в 2016 г. Минфин на выгодных условиях обменял ОФЗ-АД номинальной стоимостью 63,7 млрд руб. на ОФЗ-ПД с номинальной стоимостью 56,4 млрд руб.

¹ Смородская П. (2020) Риск – структурное дело. Коммерсантъ. 7 февраля. № 22.

² Там же.

³ Третьяк А., Михеева А. (2020). Госдолг на больничном. Ведомости. 4 марта.

⁴ Анализ эволюции рынка ОФЗ и его структуры изложен в исследовании Лу и Яковлева 2017 г. (*Lu Y., Yakovlev D. Exploring the Role of Foreign Investors in Russia's Local Currency Government Bond (OFZ) Market. IMF Working Paper, № WP/17/28, February 2017*).

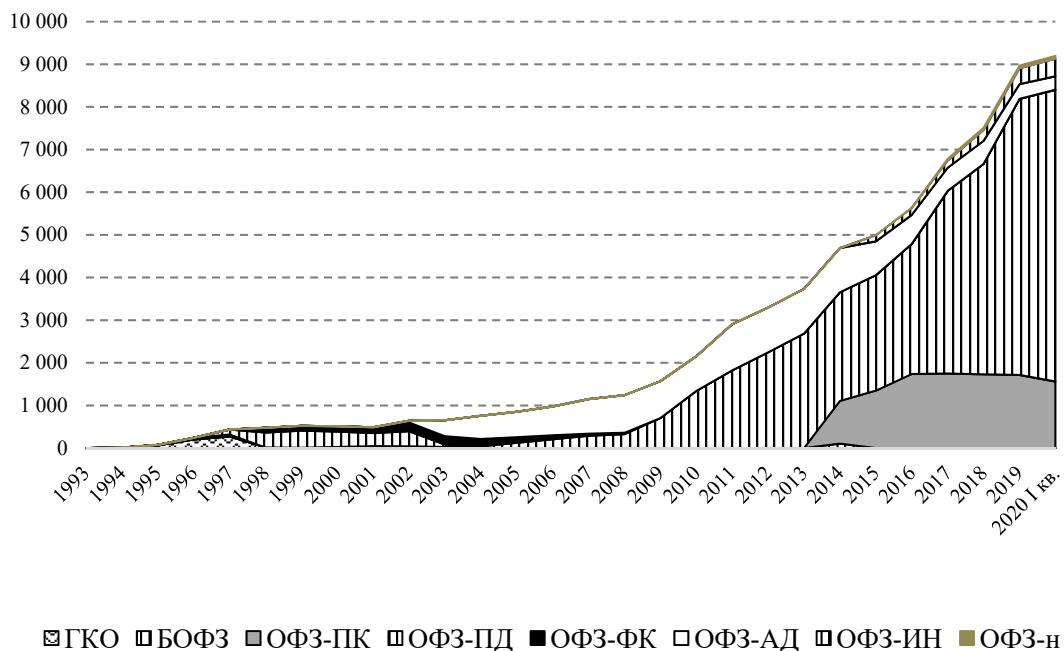


Рис. 45. Объем выпусков ГКО-ОФЗ, находящихся в обращении с 1993 г. по март 2020 г., млрд руб.

Примечание. Здесь и далее используются следующие сокращения: БОФЗ – бескупонные облигации федерального займа; ГКО – государственные краткосрочные бескупонные облигации; ОФЗ – облигации федеральных займов; ОФЗ-АД – облигации федерального займа с амортизацией долга; ОФЗ-ИН – облигации федерального займа с номиналом, индексируемым по уровню инфляции в Российской Федерации; ОФЗ-ПД – облигации федерального займа с постоянным купонным доходом; ОФЗ-ПК – облигации федерального займа с переменным купонным доходом, «привязанным» к ставке РУОНИА; ОФЗ-н – облигации федерального займа для физических лиц («народные облигации»).

Рис. 45. Объем выпусков ГКО-ОФЗ, находящихся в обращении с 1993 г. по март 2020 г., млрд руб.

Источник: расчеты авторов по данным Минфина России и Cbonds.

Самым большим сегментом рынка ОФЗ являются ОФЗ-ПД с постоянным купонным доходом, занимавшие в 2019 г. 72,4% стоимости рынка ОФЗ; при этом с 2014 г. по март 2020 г. данная доля стабильно росла. Размеры купонного дохода по данным облигациям известны заранее на весь период их обращения, что делает их удобными и предсказуемыми инструментами для разных категорий инвесторов. С 2009 г. до середины 2011 г. для финансирования дефицита бюджета Минфин размещал выпуски ОФЗ-ПД среди банков, обладавших избыточной ликвидностью, предоставляя дополнительную премию к рынку в размере 5–10 базисных пунктов¹. С начала 2012 г. главными провайдерами ликвидности на рынке ОФЗ стали нерезиденты, для которых более удобным инструментом оказались именно ОФЗ-ПД². Изменения доли данных выпусков ОФЗ в последующие годы во многом обусловлены активностью инвесторов-нерезидентов.

На долю ОФЗ-ПК с переменным купоном в 2019 г. приходилось 19,1% стоимости ОФЗ, их доля на рынке, составлявшая 30,9% в 2016 г., снижается. По данным облигациям

¹ Lu Y., Yakovlev D. Exploring the Role of Foreign Investors in Russia's Local Currency Government Bond (OFZ) Market. IMF Working Paper, № WP/17/28, February 2017, p.10.

² Там же, с.14.

размер купона привязан к ставке денежного рынка RUONIA, которая во многом привязаны к размерам ключевой ставки Банка России. С 2015 г. в условиях финансовой нестабильности при росте ключевой ставки ОФЗ-ПК были популярны у нерезидентов. Однако по мере снижения ключевой ставки с 11% в 2016 г. до нынешнего уровня в 6% и уменьшения инфляции привлекательность ОФЗ-ПК, чей купонный доход в итоге зависит от ключевой ставки, существенно снижается.

Перспективным сегментом рынка государственных ценных бумаг являются ОФЗ-ИН, предусматривающие индексацию их номинальной стоимости в зависимости от уровня инфляции, измеряемой по индексу потребительских цен. На их долю в 2019 г. приходилось 4,1% стоимости ОФЗ. Их доля растет с 2,8% в 2015 г.¹ до 4,5% в I квартале 2020 г. В силу защитных свойств против инфляции ОФЗ-ИН пользуются спросом у внутренних институциональных инвесторов и у частных лиц.

Самая небольшая доля рынка ОФЗ в размере 0,7% в 2019 г. приходилась на ОФЗ-Н, которые часто называют «народными облигациями» из-за того, что они ориентированы на вложения частных лиц и позиционируются Минфином в большей мере как внебиржевой инструмент повышения финансовой грамотности населения². 2 сентября 2019 г. инвесторам был предложен новый выпуск ОФЗ-Н на сумму 15,0 млрд руб., размещение которого должно проводиться в течение 6 месяцев. Отличительными особенностями данного выпуска от прежних эмиссий стало отсутствие комиссии, взимаемой банками-агентами, снижение минимальной суммы покупки до 10 тыс. руб., а также наличие активной рекламной компании. Помимо Сбербанка и ВТБ новые облигации стали доступны для приобретения через Промсвязьбанк и Почта-банк³. Однако в условиях жесткой конкуренции с банковскими облигациями размещение ОФЗ-Ншло довольно умеренными темпами: по данным СМИ, по состоянию на конец февраля 2020 г. из выпуска стоимостью 15,0 млрд руб. было продано облигаций лишь на 8,8 млрд руб.⁴, или 58,7%. При том, что по данным Банка России, объем банковских облигаций в 2019 г. составил 0,6 трлн руб.⁵

Одним из главных факторов роста рынка ОФЗ в 2019 г. стало снижение доходности государственных облигаций на фоне стабильной макроэкономической ситуации в стране (*рис. 46*). Измеряемая по портфелю ОФЗ индекса Cbonds-GBI доходность к погашению государственных облигаций снизилась с 8,53% годовых в декабре 2018 г. до 6,21% в декабре 2019 г. и 6,09% в январе 2020 г., достигнув исторического минимума на рассматриваемом временном горизонте с января 2010 г. Однако с февраля 2020 г. доходность ОФЗ стала заметно расти до 6,38% в феврале и 6,71% в марте, из-за чего Минфин был вынужден отказаться от проведения аукционов по размещению ОФЗ в марте 2020 г.

Начиная с 2016 г. по февраль 2020 г., за редким исключением, доходность ОФЗ была выше уровня инфляции, измеряемого по ИПЦ, что повышало привлекательность государственных ценных бумаг в глазах внутренних инвесторов.

¹ Первый выпуск ОФЗ-ИН был выпущен в 2015 г. в период высокой волатильности рубля.

² Бутрин Д., Кассин П. (2019). Покупка опыта: Минфин сделал ОФЗ-Н частью системы семейного финансового планирования. *Коммерсантъ Деньги*. 25 сентября, №39.

³ Гайдеев В. (2019). Народные ОФЗ для состоятельных клиентов. *Коммерсантъ*. 17 декабря.

⁴ Смородская П., Ладыгин Д. (2020). Гособлигации повернут к народу маркетплейсом. ОФЗ-Н предложено размещать через платформу ЦБ. *Коммерсантъ*. 20 февраля.

⁵ Банк России. (2020). Обзор ключевых показателей профессиональных участников рынка ценных бумаг. 2019 год. Информационно-аналитический материал. №4. Москва. С.8.

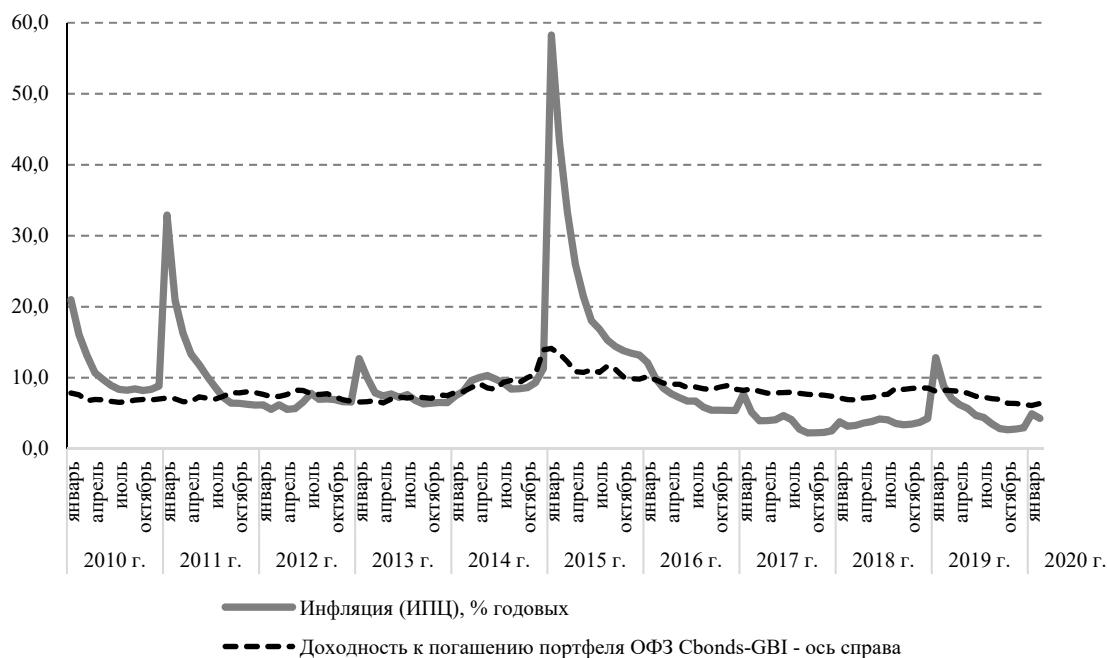


Рис. 46. Инфляция (ИПЦ) и доходность к погашению портфеля ОФЗ Cbonds-GBI с 11 января 2010 г. по 28 февраля 2020 г., % годовых¹

Источник: расчеты авторов по данным Росстата и CBonds.

Открытие в российском центральном депозитарии счетов номинального держателя для иностранных расчетно-клиринговых организаций в феврале 2013 г. привело к притоку иностранных инвестиций на внутренний рынок государственного долга. Доля нерезидентов на вторичном рынке ОФЗ выросла с 6,5% в июле 2012 г. до 28,1% в мае 2013 г. (рис. 47)². В дальнейшей нерезидентам в среднем принадлежало около четверти ОФЗ, однако данный показатель существенно изменялся под воздействием денежных потоков нерезидентов с учетом финансовых и geopolитических рисков. Например, на фоне опасений из-за введения санкций к глобальным инвесторам за приобретение российских государственных облигаций в апреле 2018 г. доля нерезидентов в структуре ОФЗ сократилась с 33,1% в 2017 г. до 24,4% в 2018 г. Однако внесение ясности об отсутствии санкций к покупателям ОФЗ при благоприятных условиях для их приобретения в 2019 г. способствовали возвращению на этот сегмент рынка средств иностранных инвесторов, их доля в структуре владельцев ОФЗ в феврале 2020 г. достигла исторического пика в размере 34,9%.

¹ Высокий уровень инфляции в январе 2015 г. в размере 58,3% годовых обусловлен спецификой расчета показателя ИПЦ цепным методом исходя из роста цен месяц к месяцу в текущем году. В январе 2015 г. Из-за шока на валютном рынке рост цен составлял 103,9% к их уровню в декабре 2014 г., что в пересчете на год составляет значение 58,3% годовых.

² На основе экспертных оценок нельзя исключать тот факт, что до либерализации рынка ОФЗ в феврале 2013 г. реальная доля нерезидентов в ОФЗ была выше официальных показателей в размере 6,5%. Проблема в том, что до открытия корреспондентских счетов депо Клирстри姆 и Евроклир в НРД действовавшая в то время система депозитарного учета не позволяла раскрывать вложения нерезидентов в ОФЗ через депозитарии банков, обслуживающих вложения иностранных инвесторов.

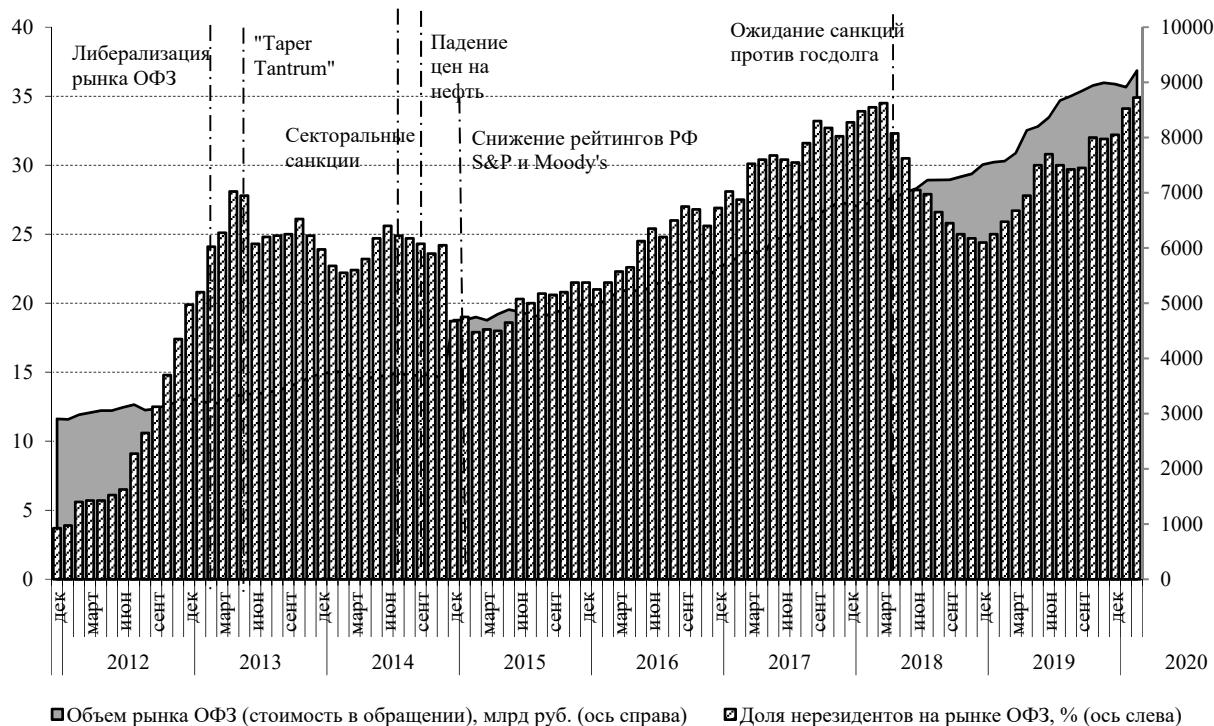


Рис. 47. Доля нерезидентов на рынке ОФЗ с февраля 2012 г. по февраль 2020 г.

Источник: расчеты авторов по данным по Банку России и Cbonds.

Таким образом, до настоящего времени рынок ОФЗ представлял собой один из наиболее динамично растущих сегментов внутреннего финансового рынка, с помощью которого Минфин успешно решал задачи привлечения значительного объема чистого финансирования для пополнения бюджета. Наличие разнообразных выпусков ОФЗ и финансовая стабильность делали государственные облигации привлекательными для широкого круга внутренних и внешних инвесторов. Некоторой проблемой данного рынка с точки зрения инвесторской базы, оставалась заморозка действующей системы пенсионных накоплений, недостаточный уровень развития механизмов коллективных инвестиций в государственные облигации и пока не столь активное их приобретение со стороны граждан. В условиях кризиса 2020 г. Минфин может столкнуться с существенным ростом ставок заимствования по государственным ценным бумагам.

3.1.9. Срочный рынок

Экономическое значение срочного рынка состоит в повышении прозрачности прогнозов и ценообразования инвестиционных активов, а также предоставлении участникам рынка возможности хеджирования от резкого изменения цен на активы в будущем. Значительный рост ликвидности на срочных рынках часто наблюдается в периоды повышенной волатильности цен инвестиционных активов. Как показано на рис. 48, в 2017-м, 2018-м и 2019 гг. ежемесячные объемы фьючерсных сделок были волатильными, однако средние объемы сделок за месяц практически оставались стабильными в размере соответственно 6,5 трлн руб., 6,9 трлн руб. и 6,4 трлн руб. Однако в марте 2020 г. с появлением признаков надвигающегося финансового кризиса объем фьючерсных сделок вырос

до 15,2 трлн руб., что в 2,4 раза выше среднемесячного показателя 2019 г. Данный рост пришелся в основном на фьючерсные сделки с валютой и фондовым индексом.

Опционный рынок в 2017–2020 гг. медленно сокращался, среднемесячный объем сделок в 2017 г. составлял 573 млрд руб., в 2018 г. – 572 млрд руб. и в 2019 г. – всего 416 млрд руб. В марте 2020 г. объем опционных сделок на бирже вырос до 479 млрд долл., что на 15,1% превышало средний уровень 2019 г., но было несопоставимо с ростом объемов фьючерсных сделок.

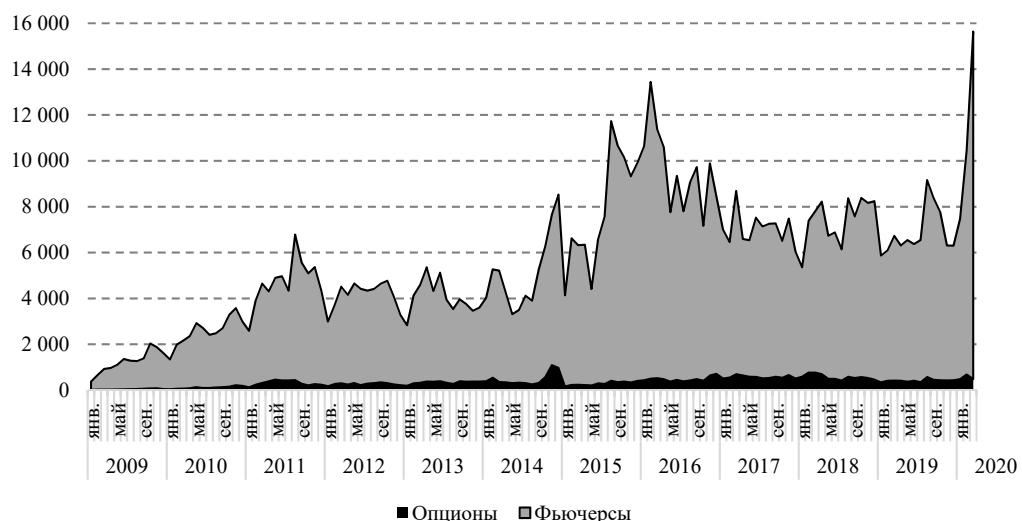


Рис. 48. Стоимость сделок с фьючерсами и опционами на Московской бирже с января 2009 г. по март 2020 г., млрд руб.

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

В 2019 г. на фьючерсном биржевом рынке не наблюдалось крупных прорывов. Основную роль на данном сегменте срочного рынка продолжали играть фьючерсы на валюту; в условии относительно стабильного в финансовом отношении 2019 г. доля валютных фьючерсов в общей стоимости биржевых сделок снизилась с 42,6% в декабре 2018 г. до 40,1% в конце 2019 г., подскочив до 49,5% в марте 2020 г. (рис. 49). Доля фьючерсов на фондовую индекса выросла с 21,9% в 2018 г. до 24,2% в 2019 г. и 24,3% в марте 2020 г. Доля сделок на инструменты фондового рынка за соответствующий период выросла с 4,2 до 5,8%, сократившись в марте 2020 г. до 3,7%. В 2019 г. затормозился рост фьючерсных сделок на товарные активы (нефть, золото и др.); их доля в общей структуре сделок снизилась с 31,3% в 2018 г. до 29,9% в 2019 г. и до 22,6% в марте 2020 г.

Несмотря на рост значимости процентных рисков на финансовых рынках в 2019, как и в предшествующие годы, не удалось добиться прогресса в секторе процентных фьючерсов и опционов. Основные сложности на пути их развития связаны с отсутствием надежных индикаторов процентных ставок межбанковского рынка, а также крупных инвесторов, готовых принимать на себя риски изменения процентных ставок. Несмотря на то что многие финансовые организации и нефинансовые компании испытывают значительные потребности в хеджировании своих контрактов на случай роста процентных ставок, участников рынка, готовых покупать данные риски, практически нет на рынке.

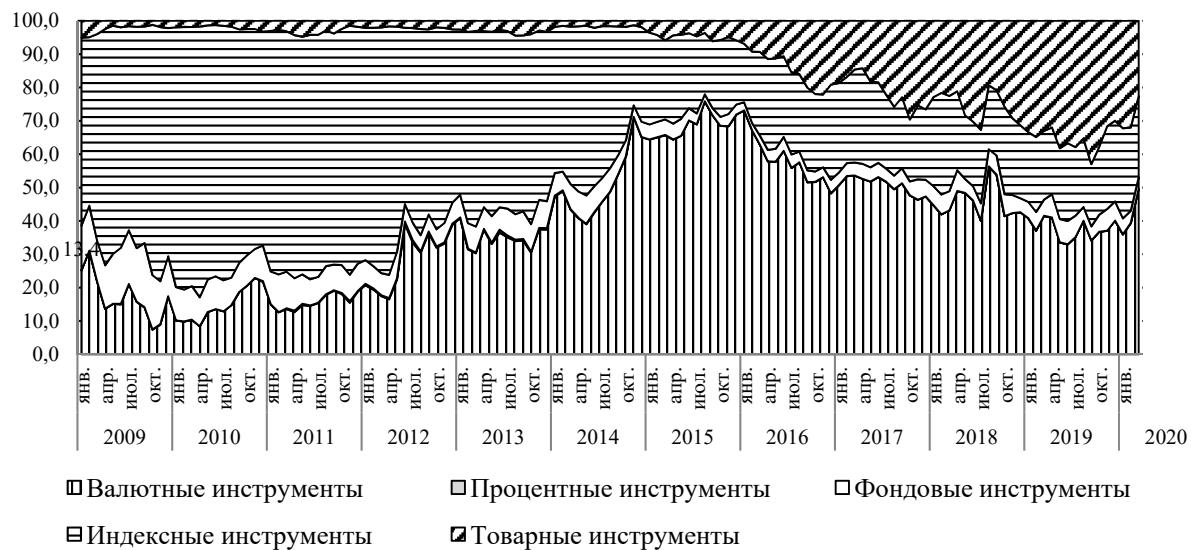


Рис. 49. Структура фьючерсного рынка Московской биржи с января 2009 г. по март 2020 г., % от стоимости сделок

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

Опционный рынок, вероятно, в меньшей степени использовался для хеджирования инвестиционных активов, что предопределило относительно умеренный размер его ликвидности на бирже. В структуре опционного рынка Московской биржи в 2019 г. наблюдалось некоторое повышение доли опционов на фондовые индексы: она выросла с 53,0% в 2018 г. до 57,2% в 2019 г. и до 58,7% в марте 2020 г. (рис. 50). Доля сделок с товарными активами сократилась с 7,2% в 2018 г. до 6,9% в 2019 г., а в марте 2020 г. выросла до 10,3%. Доля опционных сделок с валютой сократилась с 39,4% в 2018 г. до 34,7% в 2019 г. и 30,7% в марте 2020 г.

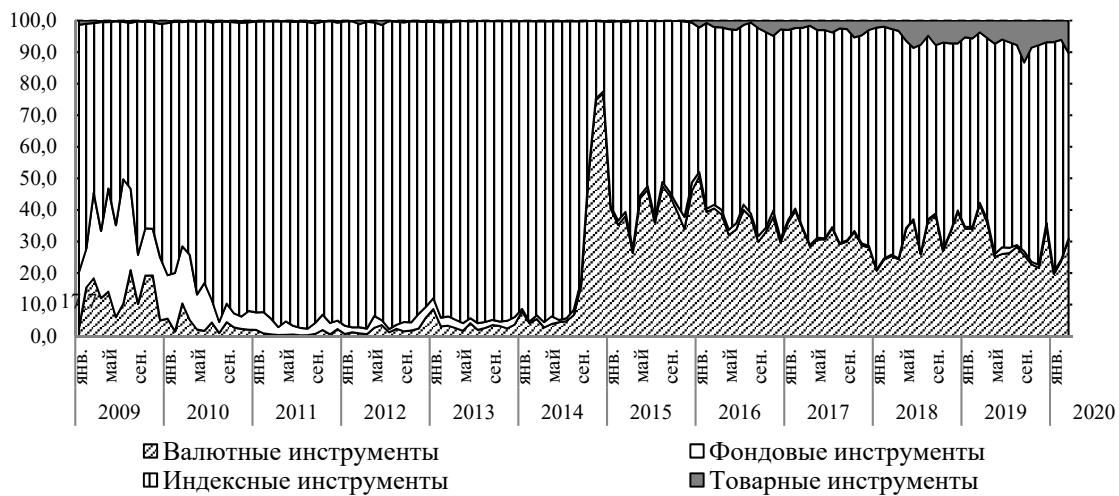


Рис. 50. Структура рынка опционов Московской биржи с января 2009 г. по март 2020 г., % от стоимости сделок

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

3.1.10. Финансовые посредники и биржа

В 2019 г. и начале 2020 гг. продолжился процесс сокращения количества профессиональных участников рынка ценных бумаг и числа лицензий на разные виды профессиональной деятельности (рис. 51). Количество лицензий на право осуществления брокерской деятельности за год уменьшилось на 12,4% – с 331 в 2018 г. до 290 в 2019 г., а затем еще до 284 в I квартале 2020 г. Число лицензий на дилерскую деятельность в 2019 г. уменьшилось на 12,8% – с 366 до 319, а затем еще до 312; на деятельность по доверительному управлению – соответственно на 12,6% – с 230 до 201 и далее 200 лицензий.

Сокращение числа лицензий ПУРЦБ на долгосрочном временном горизонте происходит начиная с кризиса 2008 г., отражая общий тренд на торможение российской экономики и снижение в ней роли фондового рынка. Создание финансового мегарегулятора в сентябре 2013 г. немного ускорило этот естественные процесс за счет повышения административных издержек участников рынка. Основным мотивом аннулирования лицензий на профессиональную деятельность остается заявление самих лицензиатов о выходе из бизнеса, а не меры пруденциального воздействия регулятора.

Более серьезной проблемой является не аннулирование старых лицензий профессиональных участников рынка ценных бумаг (ПУРЦБ), а резкое сокращение количества новых профучастников, появляющихся на рынке, приход которых призван оказывать позитивное конкурентное давление на рынок финансовых услуг и его эффективность. Как показано на рис. 51, существенное торможение прихода новых игроков на рынок произошло с 2012 г., что связано с созданием и деятельностью мегарегулятора. Число новых выданных лицензий ПУРЦБ в 2017, 2018 и 2019 гг. составляло 33, 22 и 12, т.е. в 2018 г. оно сократилось на треть, а в 2019 г. – еще на 45,4%. Наличие данной статистики может свидетельствовать о наличии барьеров для развития финтеха, где формируются новые технологии и модели бизнеса.



Рис. 51. Число лицензий на осуществление брокерской, дилерской деятельности, деятельности по доверительному управлению ценными бумагами и количество выданных лицензий профессиональных участников рынка ценных бумаг с 2007 г. по февраль 2020 г.

Источник: авторов по данным НАУФОР и Банка России.

При ограниченном притоке новых игроков на рынке наблюдалось заметное усиление концентрации брокерского бизнеса и деятельности по управлению активами у крупнейших банков и небанковских финансовых организаций. Доля крупнейших 5 брокеров в общей численности клиентов – физических лиц выросла с 57,2% в 2018 г. до 60,8% в I квартале 2020 г., в то время как по топ-10 брокерам – значение данного показателя немного уменьшилось с 70,5 до 68,1% (табл. 7).

В численности активных клиентов брокеров, т.е. тех физических лиц, которые совершают на бирже хотя бы одну сделку в месяц, доля топ-5 брокеров за тот же период времени выросла с 70,5 до 83,6% и по топ-10 – с 93,3 до 96,5%. Также резко выросла концентрация по индивидуальным инвестиционным счетам (ИИС) у брокеров с 84,6% в 2018 г. до 88,8% у первой пятерки и с 94,4 до 96,3% у первой десятки брокеров.

Таблица 7

Доля 5 и 10 крупнейших брокеров в количестве счетов клиентов, %

	2007 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	I квартал 2020 г.
1. Доля в общей численности клиентов брокеров, %										
Топ-5 брокеров	41,6	62,2	62,3	61,0	58,8	59,1	58,3	57,2	60,2	60,8
Топ-10 брокеров	51,0	78,5	78,2	76,3	72,3	71,4	68,6	70,5	68,3	68,1
2. Доля в численности активных клиентов, %										
Топ-5 брокеров	41,9	66,8	69,1	66,0	67,6	65,9	76,7	70,5	80,1	83,6
Топ-10 брокеров	57,9	84,1	85,8	80,0	79,9	76,5	88,5	93,3	95,8	96,5
3. Доля в общем количестве индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС), %										
Топ-5 брокеров					84,2	82,3	84,0	84,6	87,5	88,8
Топ-10 брокеров					91,2	92,2	95,9	94,4	96,0	96,3

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

В 2019 г. Банк России опубликовал для обсуждения доклад «Подходы Банка России к развитию конкуренции на финансовом рынке»¹, в котором был предложен ряд мер, направленных на стимулирование конкуренции на финансовом рынке. По нашему мнению, данный документ не в полной мере решает проблемы с конкуренцией. Основной вопрос предложенных Банком России мер состоит в том, что они не были ориентированы на поддержание конкурентной среды, опережающей развитие финтех и современных методов продаж финансовых продуктов посредниками на основе конкуренции между инвестиционными платформами с открытой архитектурой продаж². В большей степени предлагаемые меры касались реализации Банком России собственных инфраструктурных коммерческих проектов в виде маркетплейса, цифрового профиля гражданина и системы быстрых платежей³.

¹ Банк России. (2019). Подходы Банка России к развитию конкуренции на финансовом рынке. Доклад для общественных консультаций. Ноябрь. Москва. URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/90556/Consultation_Paper_191125.pdf

² Открытая архитектура продаж финансовых продуктов предусматривает, что через финансового посредника и его информационную платформу продаются финансовые продукты разных производителей с учетом потребностей конкретных потребителей финансовых услуг.

³ Более детальные замечания лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС по содержанию Доклада Банка России (2019) можно найти по адресу: URL: https://ipei.ranepa.ru/images/2019/FR/komentarii-_k_CBR_o_konk.pdf

Повышению уровня конкуренции на финансовом рынке могли бы способствовать законодательные меры, стимулирующие конкуренцию инвестиционных платформ; создание условий для реализации частных проектов финтеха; снижение административных барьеров для выхода на рынок новых компаний; введение фидuciарных стандартов продаж инвестиционно-финансовых продуктов¹; более полная ориентация значимых инфраструктурных проектов развития на потребности финансовых посредников и их клиентов².

В начале 2020 г. Счетная палата Российской Федерации опубликовала отчет о результатах экспертно-аналитического мероприятия «Анализ реализации Основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов и оценка Основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов»³. В качестве основных проблем внутреннего рынка и его регулирования в отчете были названы: отсутствие должного уровня взаимодействия между Правительством РФ и Банком России при разработке и реализации политики развития и обеспечения стабильности функционирования финансовых рынков; существенное понижение уровня конкуренции на финансовом рынке в сочетании с сокращением институтов финансового рынка в отдельных секторах в 1,5–2 раза; низкие темпы роста в банковской сфере; преимущественный рост капитализации за счет вторичного рынка, а не публичного размещения новых акций; несоответствие уровня развития страхового сектора потребностям экономики. Решение данных проблем могло бы во многом способствовать развитию внутреннего финансового рынка и конкуренции между его участниками.

В 2011 г. была совершена сделка по консолидации бирж ММВБ и РТС, что имело важное позитивное значение для развития российского фондового рынка. Консолидация позволила ускорить развитие биржевых технологий, сконцентрировать ликвидность на счетах участников торгов в единой расчетной и торговой системе. Диверсификация объединенной Московской биржи на обслуживании сделок с разными денежными и инвестиционными активами улучшила ее финансовую устойчивость. Наряду с позитивными изменениями объединение бирж РТС и ММВБ принесло неоднозначные последствия. Прежде всего, исчезла конкуренция между биржами, которая ранее служила мощным стимулом развития биржевой деятельности в интересах внутренних инвесторов и финансовых посредников.

В 2019 г. в деятельности Московской биржи более явно обозначилась наметившаяся еще в 2018 г. тенденция снижения совокупного объема торгов разными финансовыми инструментами (ценными бумагами, валютой, денежными ресурсами, инструментами срочного и товарного рынков). Совокупные объемы биржевых торгов в 2017, 2018 и 2019 гг. составили соответственно 888 трлн руб., 861 трлн руб. и 798 трлн руб.; их сокращение в 2018 г. составило 3,0% и в 2019 г. – 7,3% (рис. 52).

¹ Данные стандарты подразумевают ограничения на конфликт интересов у финансовых посредников при продажах финансовых продуктов клиентам.

² О развитии инвестиционных платформ и финтеха см. Абрамов А. (2019). Застолбить платформу. «Эксперт» № 44, 28 октября – 3 ноября, сс.64–68.

³ Счетная Палата Российской Федерации (2020). Анализ реализации Основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов и оценка Основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов. Утвержден Коллегией СП РФ 10 декабря 2019 г. URL: <http://audit.gov.ru/checks/9603>

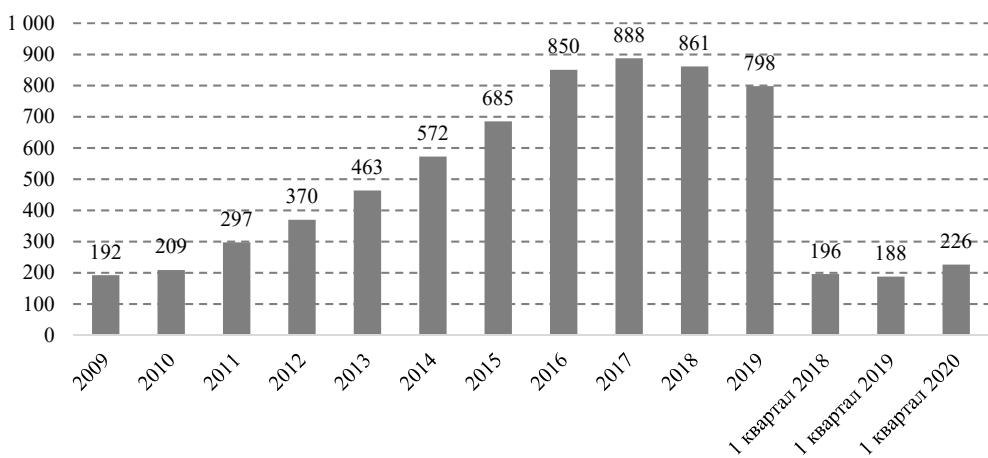


Рис. 52. Объемы торгов всеми инструментами на Московской бирже с 2009 г. по март 2020 г., трлн руб.

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

Одним из преимуществ Московской биржи перед глобальными конкурентами является диверсификация обслуживаемых ею сегментов рынка. Однако подобная бизнес-модель биржи создает и дополнительные риски, заключающиеся в снижении рыночных стимулов в развитии менее маржинальных сегментов деятельности. В настоящее время это проявляется в снижении значимости фондового и срочного рынка в общих объемах биржевых оборотов. Как показано в табл. 8, начиная с 2012 г. когда начала работать объединенная биржа, доля фондового рынка в общей структуре биржевых сделок сократилась с 6,5 до 5,1% в 2019 г., в том числе сделок с акциями – с 3,1 до 1,6%; доля срочного рынка за это время уменьшилась с 13,5 до 10,3% в 2019 г.

Наоборот, доля валютного рынка выросла с 31,6% в 2012 г. до 38,6% в 2019 г.; кредитного рынка – с 2,5 до 6,7%. Росту валютного сегмента способствовали нестабильность рубля и предоставление доступа к операциям на биржевом валютном рынке частным клиентам брокеров и банков. Доля денежного рынка за рассматриваемый период снизилась с 48,3 до 45,9%, что, вероятно, связано с некоторым сокращением в настоящее время масштабов операций рефинансирования банковской системы со стороны монетарных властей.

С ростом волатильности внутреннего финансового рынка в марте 2020 г. в общей структуре сделок на Московской бирже выросла доля сделок с акциями и инструментами срочного рынка (преимущественно фьючерсами на валюту и фондовыми индексами).

Таблица 8
Структура рынка Московской биржи с 2010 г. по март 2020 г., %

	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	I квартал 2020 г.
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Фондовый рынок,	13,2	10,3	6,5	5,2	3,6	3,0	2,8	4,0	4,7	5,1	6,1
в том числе:											
Акции, РДР и паи	8,0	6,6	3,1	1,9	1,8	1,4	1,1	1,0	1,3	1,6	2,8
Облигации	5,2	3,7	3,4	3,3	1,9	1,6	1,7	3,0	3,5	3,5	3,4
Вторичные торги	3,4	2,9	2,8	2,7	1,5	1,2	1,1	1,2	1,2	1,3	1,5
Рынок размещений	1,8	0,8	0,6	0,6	0,3	0,4	0,6	1,7	2,3	2,2	1,9

Окончание таблицы 8

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Валютно-денежный рынок,	72,0	70,6	80,0	84,3	85,6	83,3	83,6	86,5	84,8	84,5	79,0
в том числе:											
Денежный рынок	33,9	41,3	48,3	50,7	45,7	38,0	44,8	47,3	44,3	45,9	43,2
Операции РЕПО	31,5	38,3	45,8	44,8	32,0	26,4	34,8	38,3	36,0	36,7	35,7
Кредитный рынок	2,4	3,1	2,5	2,8	3,7	4,8	4,4	4,2	6,3	6,7	6,4
Валютный рынок	38,1	29,3	31,6	33,7	39,9	45,4	38,8	39,2	40,5	38,6	35,8
Сделки спот	18,0	15,8	16,6	12,4	13,6	15,1	12,6	8,8	10,1	8,4	10,8
Сделки своп	20,1	13,4	15,0	21,3	26,3	30,3	26,2	30,3	30,4	30,2	25,0
Срочный рынок	14,8	19,1	13,5	10,5	10,7	13,7	13,6	9,5	10,4	10,3	14,8
ПФИ	0,0	0,0	0,0	0,0003	0,0002	0,001	0,002	0,01	0,1	0,1	0,0
Товарный рынок	0,001	0,003	0,006	0,005	0,003	0,02	0,02	0,01	0,02	0,01	0,00
ВСЕГО	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

Таким образом, в 2019 г. и начале 2020 г. на финансовом рынке продолжали действовать тенденции сокращения числа посредников и роста уровня концентрации деятельности по оказанию брокерских услуг. Обсуждения подходов к регулированию конкуренции на финрынках пока не приносят значимых результатов. За исключением кратковременных всплесков в I квартале 2020 г. в структуре биржевых сделок фондовый и срочный рынки продолжали играть второстепенную роль, их доля в структуре биржевых сделок снижалась. Также наметилась негативная тенденция снижения общего объема сделок на Московской бирже.

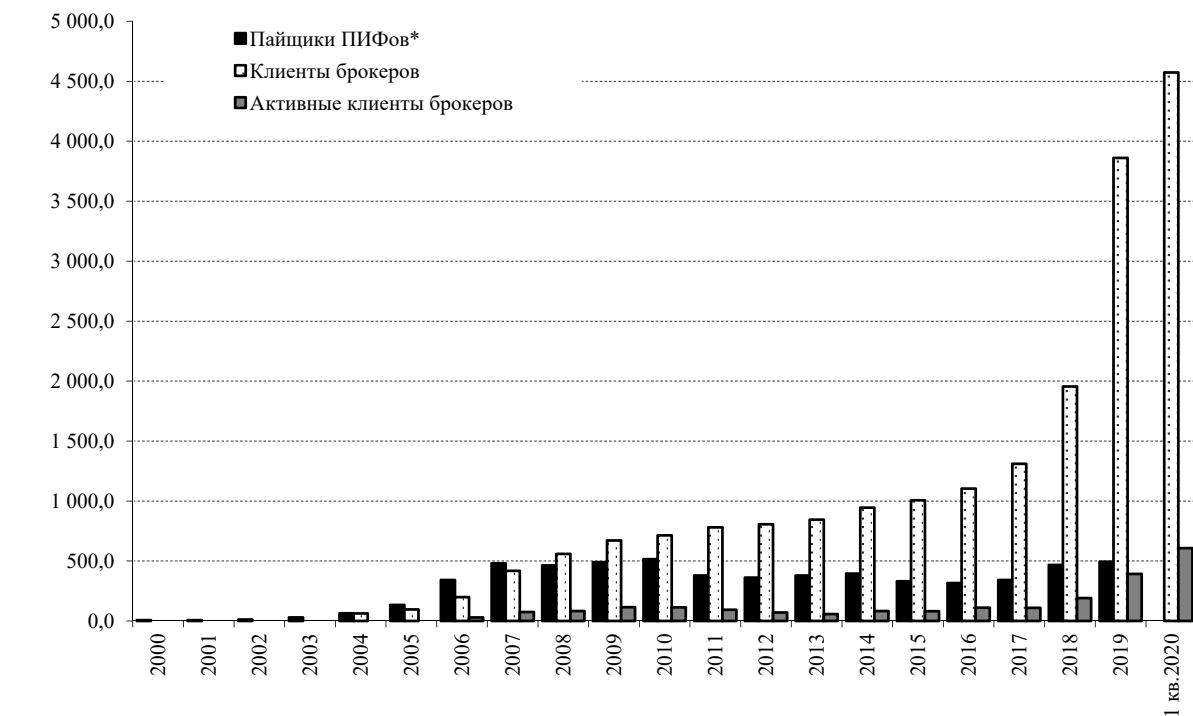
3.1.11. Инвесторы

Частные инвесторы

Главным событием финансового рынка в 2019 г. и начале 2020 г. стал приход на него массового частного инвестора. Как показано на *рис. 53*, общее количество брокерских счетов зарегистрированных инвесторов на Московской бирже выросло с 2,0 млн в 2018 г. до 3,9 млн в 2019 г., или на 95,0%, и до 4,6 млн в марте 2020 г. с ростом еще на 18,0% против декабря истекшего года. Число счетов активных клиентов, совершивших не менее одной сделки в месяц, за те же периоды времени увеличилось с 190 тыс. до 392 тыс., или в 2,2 раза, и еще дополнительно до 607 тыс. с ростом всего за квартал в 1,5 раза. В I квартале 2020 г. приток на рынок новых клиентов ускорился, несмотря падение цен акций, нефти, ослабление рубля и иные риски.

Рост числа пайщиков открытых рыночных ПИФов был более умеренным: с 467 тыс. в 2018 г. до 493 тыс. в 2019 г., или всего на 5,6%.

Как показано на *рис. 54*, резкое обострение конкуренции между крупнейшими различными банками на рынке брокерских услуг за привлечение массового клиента началось с мая 2018 г., когда на данный сегмент рынка в качестве самостоятельного игрока вышел Тинькофф Банк. Агрессивный маркетинг в сочетании с современными «кликовыми» технологиями совершения сделок с ценными бумагами с помощью кнопки на смартфоне, предоставление возможности любому клиенту приобретать малые пакеты акций иностранных компаний обеспечили взрывной рост клиентской базы у нового брокера. Другие банки – конкуренты (Сбербанк, ВТБ, Открытие) оперативно перенимали новые технологии привлечения клиентов на фондовом рынке, что еще больше подстегнуло рост клиентской базы брокеров.



* Данные о числе рыночных пайщиков ПИФов в I квартале 2020 г. отсутствуют.

Рис. 53. Число розничных клиентов УК и брокеров

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и Эксперта РА.

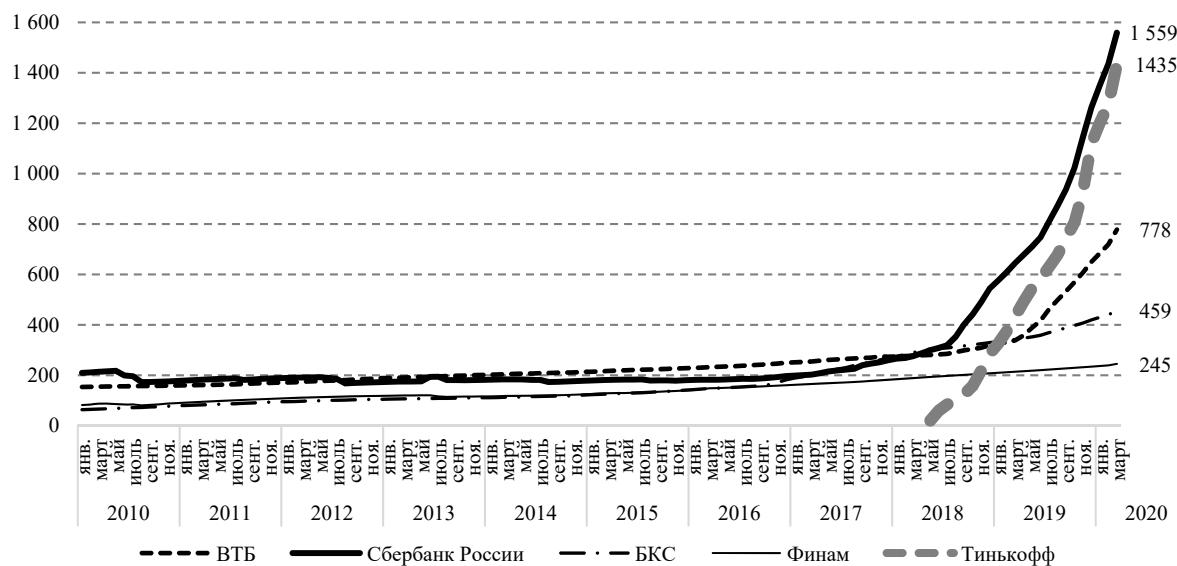


Рис. 54. Число зарегистрированных уникальных брокерских счетов клиентов на МосБирже у топ-5 брокеров, тыс. счетов

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

Экономической основой данного явления стало стремление банков в условиях снижения ключевой ставки компенсировать потери доходов от привлечения депозитов продажей своим традиционным клиентам новых для них высоко маржинальных продуктов, таких как классические банковские облигации, структурные и страховые продукты, паевые инвестиционные фонды и другие финансовые инструменты и сервисы.

Количество зарегистрированных брокерских счетов в Сбербанке выросло с 544 тыс. в 2018 г. до 1262 тыс. в 2019 г. и 1559 тыс. в марте 2020 г. с ростом за период с декабря 2018 г. по март 2020 г. в 2,9 раза. Аналогичный показатель в Тинькофф Банке составил соответственно 286 тыс., 1120 тыс. и 1435 тыс. с ростом в 5,0 раз. У третьего банка – лидера – ВТБ количество счетов – 319 тыс., 650 тыс. и 778 тыс., и рост в 2,4 раза.

У небанковских крупных брокеров динамика брокерских счетов была иной. В БКС количество счетов составляло 330 тыс. в 2018 г., 420 тыс. в 2019 г. и 459 тыс. в марте 2020 г., за 15 месяцев их рост составил 39,0%. В инвестиционной компании Финам данные показатели равнялись 208 тыс., 234 тыс. и 245 тыс., при росте всего на 4,7%.

Примерно аналогичная картина наблюдалась и со счетами активных инвесторов с той лишь разницей, что лидерство здесь удерживал брокер Тинькофф Банка (*рис. 55*). Количество счетов активных инвесторов в Сбербанке выросло с 38 тыс. в 2018 г. до 97 тыс. в 2019 г. и 171 тыс. в марте 2020 г. с ростом за период с декабря 2018 г. по март 2020 г. в 4,5 раза. Аналогичный показатель в Тинькофф Банке составлял соответственно 33 тыс., 118 тыс. и 196 тыс. с ростом в 5,9 раз. У ВТБ количество счетов – 21 тыс., 58 тыс. и 109 тыс., и рост в 5,2 раза.

В БКС количество счетов активных инвесторов составляло 23 тыс. в 2018 г., 32 тыс. в 2019 г. и 45 тыс. в марте 2020 г., за 15 месяцев их рост составил 96,0%. В инвестиционной компании Финам данные показатели равнялись 22 тыс., 29 тыс. и 38 тыс., при росте 73,0%.

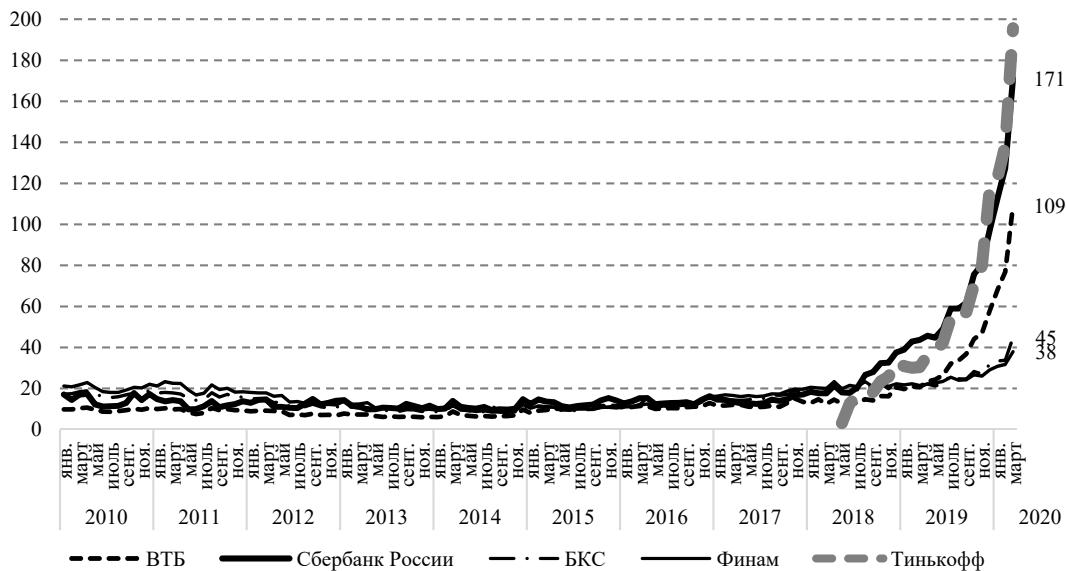


Рис. 55. Число зарегистрированных активных брокерских счетов клиентов на МосБирже у топ-5 брокеров, тыс. счетов

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

Самым примечательным событием в сфере частных сбережений за последние 5 лет стало введение индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС) с льготами по НДФЛ и отсутствием серьезных ограничений по направлению инвестирования средств с данных счетов. По данным Московской биржи число брокерских ИИС в 2018 г. составило 598 тыс., в 2019 г. – 1650 тыс. и на март 2020 г.– 2060 тыс., или с ростом за период с декабря 2018 г. по март 2020 г. в 3,4 раза. За тот же период количество ИИС в виде счетов индивидуального доверительного управления насчитывало 84 тыс. (на январь 2018 г.), 222 тыс. и 269 тыс. с ростом за период с января 2018 г. по март 2020 г. в 3,2 раза (*рис. 56*).

Основную роль в росте количества брокерских ИИС играли банки, осуществляющие брокерскую деятельность. Только за прошедшие 15 месяцев с декабря 2018 г. по март 2020 г. их доля в общем количестве указанных счетов выросла с 73,9% до 86,7%, в то же время доля брокеров – небанковских финансовых организаций сократилась с 24,8 до 12,9%.

Бесспорным лидером в конкуренции на рынке ИИС является Сбербанк (*рис. 57*). Количество брокерских ИИС в Сбербанке выросло с 291 тыс. в 2018 г. до 827 тыс. в 2019 г. и 1034 тыс. в марте 2020 г. с ростом за период с декабря 2018 г. по март 2020 г. в 3,5 раза. Аналогичный показатель у ВТБ составлял соответственно 38 тыс., 263 тыс. и 337 тыс. с ростом в 8,9 раз. В Тинькофф Банка количество ИИС – 19 тыс., 172 тыс. и 257 тыс., и рост из-за низкой стартовой базы в 13,5 раза; в банке Открытие – 59 тыс., 84 тыс. и 91 тыс., и рост в 1,5 раза.

В БКС количество брокерских ИИС составляло 63 тыс. в 2018 г., 98 тыс. в 2019 г. и 111 тыс. в марте 2020 г., за 15 месяцев их рост составил 1,8 раза. В инвестиционной компании Финам данные показатели равнялись 56 тыс., 66 тыс. и 67 тыс., при росте 19,6%.

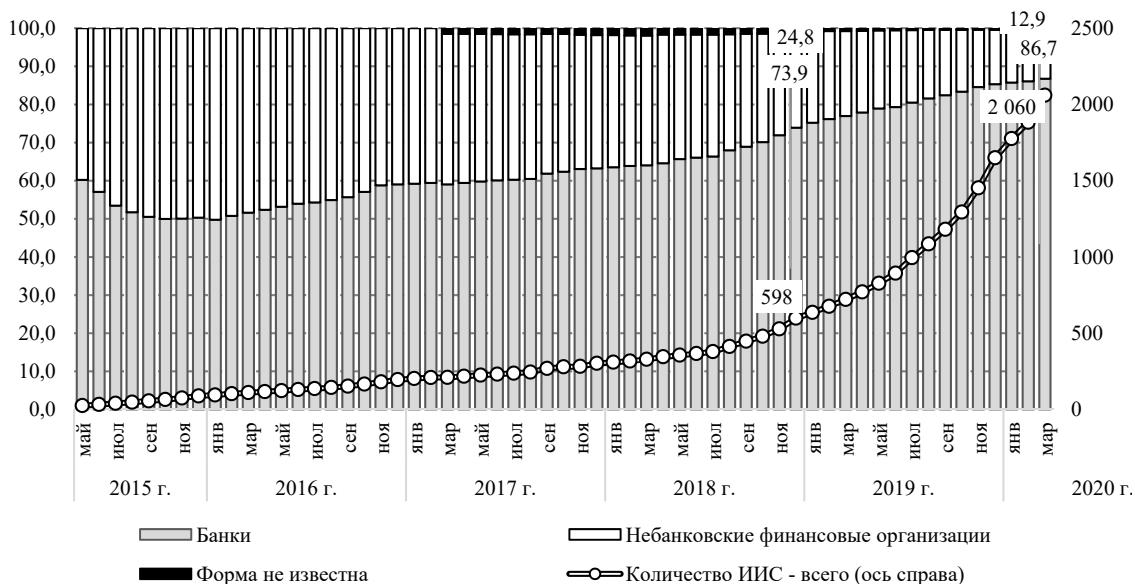


Рис. 56. Общее число брокерских индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС) с мая 2015 г. по январь 2019 г., тыс. счетов

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА в 2019 году

тенденции и перспективы

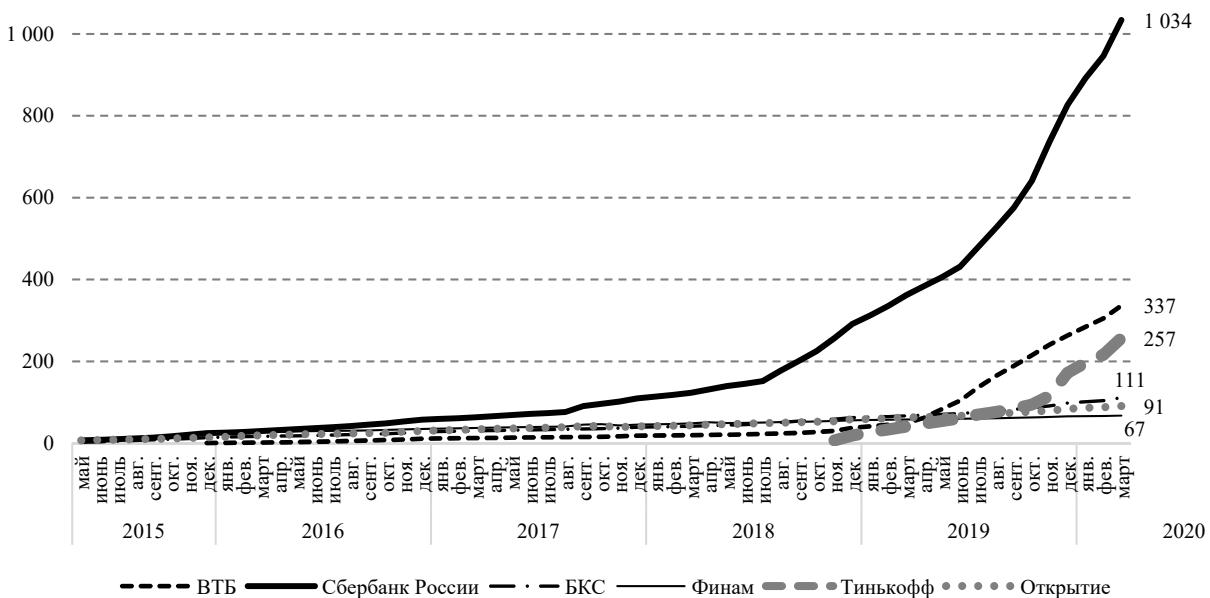


Рис. 57. Число брокерских ИИС у топ-6 брокеров, тыс. счетов

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

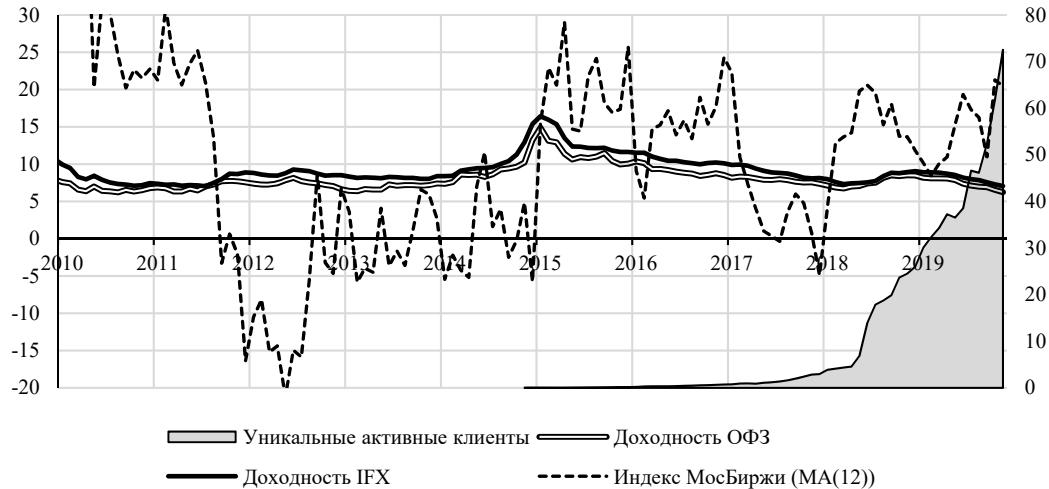
Опыт участия населения в торгах на бирже и практика ИИС демонстрируют готовность физических лиц более активно работать на фондовом рынке. По данным Банка России, в 2019 г. объем активов на ИИС удвоился и составил 197,3 млрд руб., из них 131,1 млрд руб. на брокерских ИИС и 66,2 млрд руб. на ИИС в рамках доверительного управления. Средний размер брокерского ИИС снизился с 127 тыс. руб. в 2018 г. до 92 тыс. руб. в 2019 г., а в рамках доверительного управления – с 409 до 301 тыс. руб.¹. Это означает, что на фоне стремительного роста количества ИИС данные счета открываются все более мелким категориям инвесторов.

По тем же данным Банка России, структура ИИС (брокерских и доверительного управления) в 2019 г. смешалась от государственных облигаций в пользу корпоративных, и прежде всего, банковских облигаций. Доля государственных ценных бумаг в структуре активов ИИС сократилась с 21 % в 2018 г. до 15% в 2019 г.; доля вложений в корпоративные облигации, наоборот, выросла с 13 до 21%. Доля акций в составе активов клиентов на ИИС оставалась стабильной в размере около 23% в 2018 и 2019 гг. Самую высокую долю вложений на ИИС занимали паи ПИФов; однако их доля немного уменьшилась с 27% в 2018 г. до 25% в 2019 г. Структура активов на брокерских ИИС было больше смешена в сторону акций по сравнению с ИИС в доверительном управлении. У последних – преимущественно в пользу облигаций.

Новой тенденцией в развитии внутреннего фондового рынка в 2018–2019 гг. стал быстрый рост числа инвесторов на Санкт-Петербургской бирже (СПБ), специализирующейся на листинге ценных бумаг надежных иностранных эмитентов. Приобретение на СПБ акций крупнейших компаний из США и Европы позволяет частным инвесторам

¹ Банк России (2020). Обзор ключевых показателей профессиональных участников рынка ценных бумаг. 2019 год. Информационно-аналитический материал. № 4. Москва.

улучшить диверсификацию личных портфелей при умеренных транзакционных издержках. Число активных клиентов брокеров на СПБ выросло с 3,0 тыс. в 2017 г. до 26,0 тыс. в 2018 г., или в 8,7 раза; в 2019 г. оно достигло 72,5 тыс., увеличившись за год в 2,8 раза (рис. 58).



Примечание. Доходность корпоративных облигаций равна эффективной доходности индекса IFX Cbonds, доходность государственных облигаций равна эффективной доходности индекса RGBI Московской биржи, доходность акций равна слаженной методом скользящего среднего (12 месяцев) доходности индекса МосБиржи.

Рис. 58. Количество активных клиентов на Санкт-Петербургской бирже (тыс.) и доходность акций и облигаций на внутреннем фондовом рынке (%), 2010–2019 гг.

Источник: расчеты авторов на основе данных Блумберг, Cbonds и Санкт-Петербургской биржи.

В начале 2020 г. лабораторией анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС было проведено исследование¹ экономических и финансовых факторов, влияющих на динамику численности частных инвесторов на российских биржах. Были выделены 4 категории частных инвесторов: пассивные инвесторы на МосБирже, оцениваемые с помощью показателя общего числа уникальных счетов физических лиц у брокеров за период с декабря 2006 г. по декабрь 2019 г.; активные инвесторы на МосБирже в виде индикатора количества счетов активных клиентов брокеров за период с мая 2007 г. по декабрь 2019 г.; владельцы брокерских ИИС на МосБирже как категория пассивных инвесторов с более длинным горизонтом принятия решений благодаря наличию льгот по НДФЛ за период с мая 2015 г. по декабрь 2019 г.; уникальные активные инвесторы на Санкт-Петербургской бирже (СПБ), ориентированные на приобретение ценных бумаг иностранных эмитентов, за период с ноября 2014 г. по декабрь 2019 г.

В табл. 9 приводится пример простой модели, отражающей зависимость ежемесячных показателей прироста общей численности зарегистрированных инвесторов на Московской бирже от ряда переменных, таких как рост реальных доходов населения, вола-

¹ На стадии публикации.

тильность курса рубля, дивидендная и курсовая доходность Индекса МосБиржи, его волатильность, размер премии по внутренним облигациям¹, ставка по депозитам населения², дивидендная доходность иностранных акций, а также момент прихода на рынок брокерских услуг населения Тинькофф Банка³ в мае 2018 г.

Таблица 9

Модели для роста числа физических лиц – клиентов брокеров на Московской бирже

	Зависимая переменная:		
	рост числа физических лиц – клиентов брокеров на Московской бирже		
	(1)	(2)	(3)
Константа	1,963** (0,847)	-1,067** (0,533)	0,938*** (0,258)
	0,106*** (0,026)	0,115*** (0,026)	
Рост реальных доходов (лаг 3 месяца)		0,655*** (0,103)	
Дивидендная доходность индекса МосБиржи		0,276** (0,125)	0,267* (0,149)
			0,414*** (0,103)
Волатильность индекса МосБиржи		0,228* (0,128)	
Премии по облигациям (лаг 1 месяц)		-0,156* (0,093)	
Ставка депозитов (лаг 12 месяцев)		0,022 (0,023)	
Курсовая доходность индекса МосБиржи			4,306*** (0,359)
Дамми (Тинькофф)			-0,613* (0,323)
			-0,518** (0,223)
Волатильность курса рубля	152	155	155
Наблюдения	0,168	0,292	0,508
R ²			

Примечание. В скобках указано стандартное отклонение оценок коэффициентов. Уровни значимости коэффициентов: * – p < 0,1, ** – p < 0,05, *** – p < 0,01.

На основании данных табл. 9 и аналогичных моделей для других показателей, характеризующих численность частных инвесторов на биржевом рынке, мы пришли к следующим выводам.

На динамику общего числа счетов клиентов брокеров на МосБирже в большей мере влияли факторы, характеризующие потенциал получения пассивного дохода в рублях (размеры ставок рублевых депозитов в банках и премий по облигациям, дивидендной доходности акций российских компаний, волатильности курса рубля), уровень доходов граждан, а также повышенная активность продаж брокерских услуг, совпадающая с приходом на этот рынок банка Тинькофф. На изменение численности данной категории инвесторов не оказывали значимого воздействия такие факторы как размеры курсовой доходности вложений в акции российских эмитентов и доходности акций иностранных эмитентов, оцениваемой с помощью индекса S&P 500.

Схожие мотивы, характерные для пассивных инвесторов, объясняли поведение владельцев индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС) клиентов брокеров. Динамика ИИС определялась такими факторами пассивного дохода как ставки рублевых депозитов, доходность государственных облигаций, дивидендная доходность акций российских

¹ Разница доходности по государственным облигациям и ставки депозита.

² Средняя ставка по депозитам сроком от 181 дня до 1 года, рассчитываемая Банком России.

³ Начало оказания брокерских услуг Тинькофф Банком в мае 2018 г. резко усилило конкуренцию между крупнейшими розничными банками по привлечению новых клиентов на рынок данных услуг.

компаний, рост реальных доходов населения. Некоторые из перечисленных переменных работали с задержкой в виде 12-месячного лага, что отражает более инертный характер принятия решений владельцами ИИС по сравнению с обычными пассивными клиентами брокеров. На динамику числа ИИС не влияла доходность вложений в акции иностранных эмитентов. Наличие налоговых льгот по ИИС оказывало влияние на более высокий уровень склонности их владельцев к вложениям в рискованные активы, что проявлялось во влиянии на динамику данных счетов размера премии по акциям по сравнению с доходностью государственных облигаций.

Частные инвесторы с активными портфельными стратегиями, оцениваемые с помощью динамики показателя количества активных счетов *клиентов брокеров на МосБирже*, склонны к получению спекулятивных форм дохода. Количество данных счетов росло пропорционально переменными, характеризующими более высокую склонность к рискам, таких как: размеры премии риска по акциям, а также волатильности индекса МосБиржи, цен акций иностранных компаний и курса рубля. При этом всего двумя факторами, которые одинаковым образом влияли на динамику как пассивных, так и активных частных инвесторов на МосБирже, оказались дивидендная доходность индекса МосБиржи и факт получения лицензии на право осуществления брокерской деятельности банком Тинькофф.

На динамику числа счетов активных клиентов брокеров на Санкт-Петербургской бирже (СПБ), где обращаются преимущественно ценные бумаги иностранных эмитентов, наибольшее влияние оказывал ограниченный круг факторов, связанных со сравнительной доходностью ценных бумаг российских и иностранных эмитентов. При этом состав переменных, так и направление их влияния существенно отличались от факторов, действующих на численность частных инвесторов МосБиржи.

В отличие от рынка МосБиржи частные инвесторы на СПБ придают более существенное значение показателям доходности иностранных бумаг и валютной доходности акций российских эмитентов. Рублевая доходность индекса S&P 500 с лагом 2 месяца влияет на численность инвесторов на СПБ значимо и положительно: с ростом данной доходности, как правило, наблюдается приток частных инвесторов на СПБ. Долларовая доходность индекса РТС с лагом 2 месяца значимо и отрицательно влияет на численность клиентов брокеров СПБ: возможность получения повышенного дохода в акции российских компаний при укреплении рубля, как правило, ведет к оттоку инвесторов с СПБ.

Таким образом, две биржевые площадки были взаимосвязаны. Рост премии по облигациям и акциям российских эмитентов повышал в глазах частных инвесторов ценность рынка МосБиржи и снижал привлекательность рынка иностранных ценных бумаг на СПБ. И наоборот, повышение волатильности валютного курса и ослабление национальной валюты, снижает привлекательность рынка рублевых ценных бумаг у внутренних инвесторов и заставляет их искать альтернативу в виде рынка ценных бумаг иностранных эмитентов.

Внутренние институциональные инвесторы

Приход частных инвесторов на внутренний рынок отчасти позволил компенсировать отток средств иностранных инвесторов. Однако позитивные сдвиги в данном направлении не сопровождались такими же изменениями в сфере обязательных пенсионных накоплений и дополнительных пенсионных резервов. Как показано на *рис. 59*, в 2019 г.

в условиях заморозки пенсионных накоплений отрасль по управлению пенсионными резервами и накоплениями росла очень медленно. Стоимость пенсионных накоплений в НПФ, Государственной и частных управляющих компаний выросла с 4,3 трлн руб. в 2018 г. до 4,7 трлн руб. в 2019 г., или на 8,8%; стоимость пенсионных резервов в НПФ выросла за тот же период времени с 1,3 трлн руб. до 1,4 трлн руб., или на 12,3%.

По отношению к ВВП стоимость совокупных пенсионных накоплений выросла с 4,2% в 2018 г. до 4,3% в 2019 г., пенсионных резервов в НПФ – соответственно с 1,2% ВВП до 1,3% ВВП.

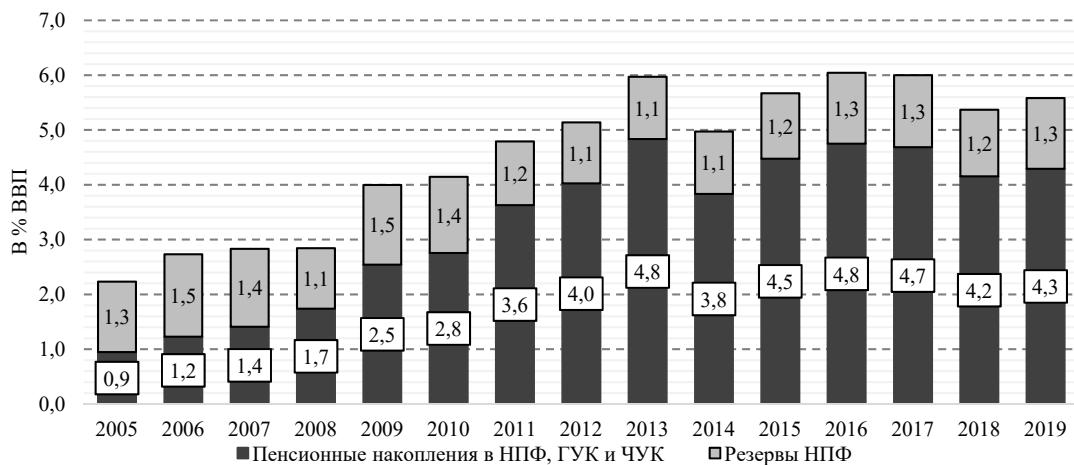


Рис. 59. Размер пенсионных накоплений и резервов в 2005–2019 гг., % ВВП

Источник: расчеты авторов по данным Росстата, Банка России и ПФР.

Отсутствие полноценно работающей системы обязательных корпоративных пенсионных накоплений, а также привлекательных для всего работающего населения схем добровольных пенсионных сбережений, стимулируемых налоговыми льготами для работников и работодателей, в настоящее время является одним из ключевых факторов, препятствующих развитию внутреннего фондового рынка. Попытки Минфина и Банка России в 2019 г. предложить новые перспективные системы дополнительных пенсионных программ в виде индивидуального пенсионного капитала (ИПК) и гарантированных пенсионных планов (ГПП) так и не привели к каким-либо конкретным результатам¹.

Более динамично в 2019 – начале 2020 гг. развивалось другое направление коллективных инвестиций – открытые и интервальные паевые инвестиционные фонды (ОиИПИФы). Как показано на рис. 60, стоимость чистых активов (СЧА) открытых паевых инвестиционных фондов (ОПИФов) в 2018, 2019 и в марте 2020 г. составляла 315 млрд руб., 454 млрд руб. и 477 млрд руб. соответственно, рост активов с 2018 г. по март 2020 г. составил 51,4%. СЧА интервальных паевых инвестиционных фондов (ИПИФов) на соответствующие периоды времени составили 31 млрд руб., 7 млрд руб. и 6 млрд руб.,

¹ Замечания лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС на законопроект Минфина, предусматривавший введение ГПП, опубликованы авторами на: URL: https://ipei.ranepa.ru/images/2019/FR/com_FZ_GGP.pdf

сократившись на 80,6%¹. Доля СЧА ОиИПИФов в долях ВВП составляет пока всего 0,44%, но она продолжает стабильно расти.

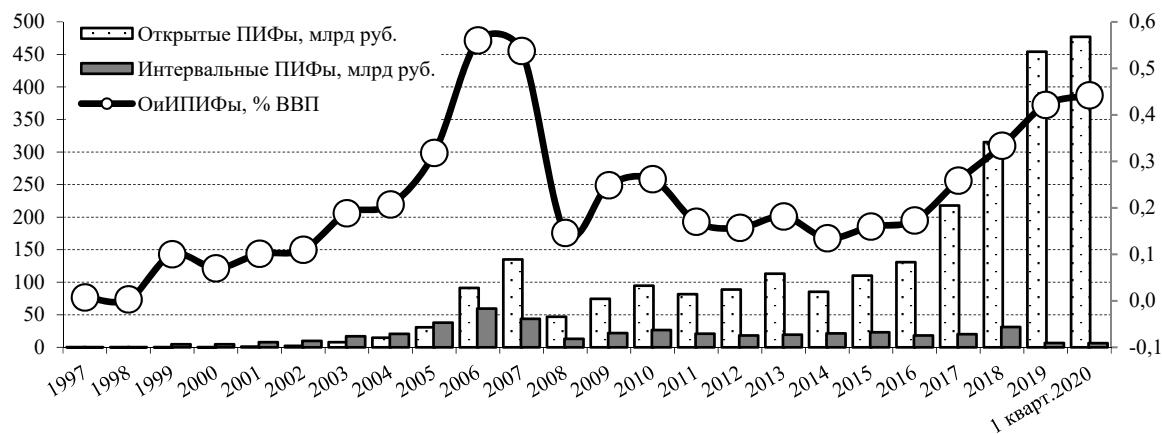


Рис. 60. Стоимость чистых активов открытых и интервальных ПИФов с 1997 г. по март 2020 г.. в млрд руб. (ось слева) и в % ВВП (ось справа)

Источник: расчеты авторов по данным Investfunds и Росстата.

На рис. 61 анализируются несколько важных и интересных тенденций в развитии ОПИФов. Как показано на рис. 61а, на среднесрочных временных горизонтах в 2–3 года рост Индекса РТС, как правило, сопровождается чистым притоком средств в ОПИФы акций, в то время как долгосрочное снижение индекса вызывало оттоки средств пайщиков из фондов. В 2019 г. Индекс РТС вырос на 44,9%, что способствовало притоку средств пайщиков в фонды в среднем по 1,5 млрд руб. в месяц. На краткосрочных горизонтах, длительностью нескольких месяцев, инвесторы могут реализовывать обратную стратегию маркет-тайминга, стараясь увеличить объем приобретаемых паев ОПИФов акций в периоды временных спадов цен акций. Именно так происходило в январе-феврале 2020 г.: при умеренном снижении Индекса РТС на 16,1% в фонды акций в среднем за месяц поступало по 3,8 млрд руб. Однако после обвала рынка акций в марте 2020 г. пайщики вывели из данных фондов 0,5 млрд руб.

На рис. 61б показано, что также на среднесрочных горизонтах денежные потоки средств инвесторов в ОПИФах облигаций зависят от размеров ставок по банковским депозитам. Снижение ставок по депозитам сроком от 181 дня до года с уровня 12,4% в декабре 2014 г. до 4,8% в январе 2020 г. обусловило стабильный приток средств в ОПИФы облигаций. Среднемесячный объем притока новых средств в данные фонды составлял 4,6 млрд руб. в 2018 г., 1,4 млрд руб. в 2019 г. и 8,4 млрд руб. в январе–феврале 2020 г. Массовый отток средств из ПИФов облигаций случился с июля 2018 г. по март 2019 г., когда ставка по банковским депозитам повысилась с 5,1 до 6,4%. В марте 2020 г. на фоне опасений корпоративных дефолтов пайщики вывели из ОПИФов облигаций на сумму 4,5 млрд руб.

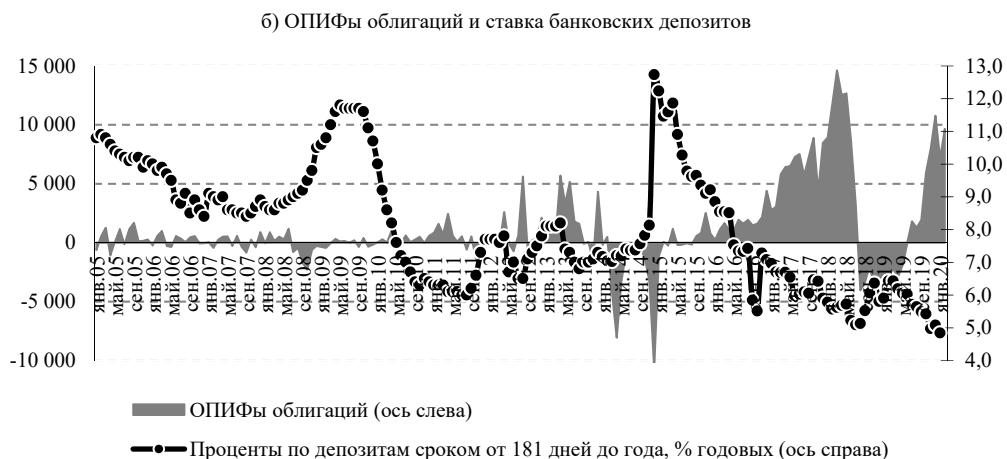
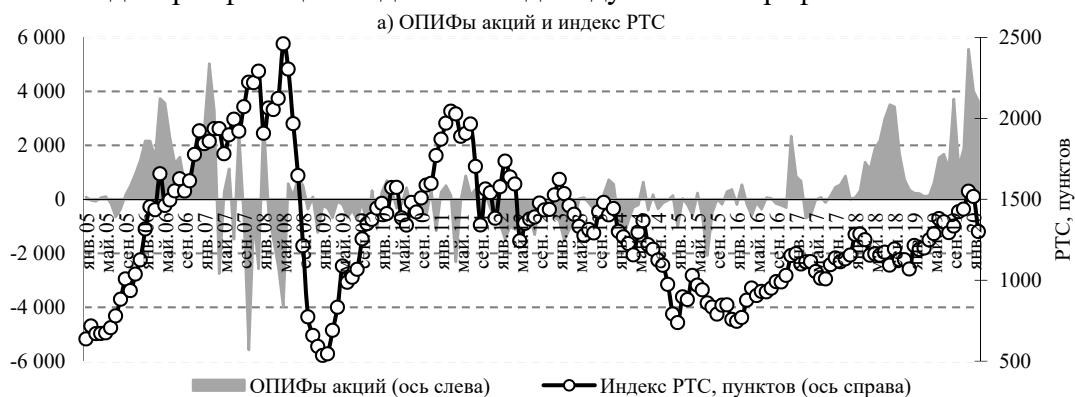
На рис. 61в показано, что на фоне оттока средств частных инвесторов иностранных фондов, специализирующихся на акциях российских компаний (Russia-EMEA-Equity), накопленные объемы поступлений средств внутренних инвесторов в российские

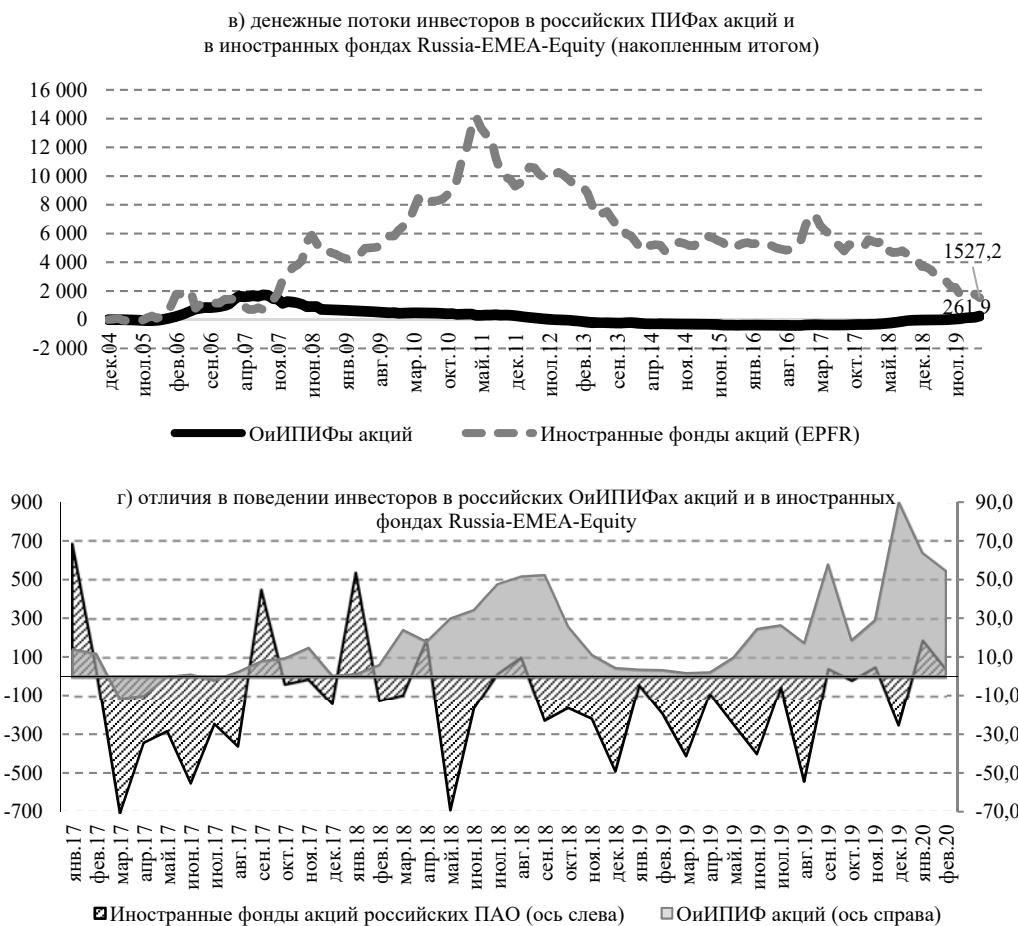
¹ В настоящее время популярность интервальных ПИФов в глазах инвесторов низкая из-за ограниченной ликвидности их паев.

ОПИФы акций постепенно становятся сопоставимыми с указанными иностранными фондами. С декабря 2004 г. по февраль 2020 г. накопленные взносы инвесторов в фонды Russia-EMEA-Equity составили 1,5 млрд долл. при аналогичном показателе в российских ПИФах акций в сумме 0,3 млн долл. На пике привлекательности российского рынка акций для указанных иностранных фондов в апреле 2011 г. накопленные поступления их инвесторов составляли 14,1 млрд долл. в то время как аналогичные показатель ОПИФов акций был всего 0,3 млрд долл.

На рис. 61г, иллюстрируется разница в поведении иностранных и внутренних частных инвесторов при инвестировании через фонды средств в акции одних и тех же российских компаний. Суть данных различий заключалась в том, что иностранные частные инвесторы старались вкладывать средства при низких ценах акций российских компаний и заранее выводили их из фондов при первых признаках наступления рисков переоцененности акций и ослабления национальной валюты. Поэтому при бурном росте акций в 2019 г. они преимущественно выводили собственные средства из фондов Russia-EMEA-Equity. Российские же инвесторы, как было замечено выше, используют более проциклические стратегии инвестирования, вкладывая больше средств по мере роста цен акций, практически не принимали в расчет риски девальвации рубля. В 2019 г. они внесли новые средства в ПИФы акций в среднем размере 1,5 млрд руб. в месяц.

С точки зрения долгосрочных инвестиций российский рынок акций является циклическим, что требует от инвесторов необходимости больше внимания уделять возможной глобальной диверсификации подобных индивидуальных портфелей.





Примечание. Рис. (а) – ежемесячные чистые денежные потоки средств инвесторов в открытые ПИФы (ОПИФ) акций, млрд руб. (ось слева) и индекс РТС, пункты (ось справа). Рис. (б) – ежемесячные чистые денежные потоки средств инвесторов в ОПИФы облигаций, млрд руб. (ось слева) и средние ставки по депозитам населения в банках на срок от 181 дней до 1 года, % годовых (ось справа). Рис.(в) – ежемесячные чистые денежные потоки средств инвесторов в открытые и интервальные ПИФы (ОИПИФы) акций и в иностранных фондах акций, специализирующихся на акциях российских компаний, накопленным итогом, млн долл. (декабрь 2004 г. = 0). Рис. (г) – ежемесячные чистые денежные потоки средств инвесторов в российских ОИПИФах акций (ось справа) и иностранных фондах акций, специализирующихся на акциях российских компаний (ось слева), млн долл.

Rис. 61. Анализ особенностей поведения частных инвесторов в различных механизмах коллективных инвестиций в акции и облигации российских эмитентов

Источник: расчеты авторов по данным Investfunds.ru и информационного ресурса Emerging Portfolio Fund Research (EPFR Global)¹.

Таким образом, в 2019 г. в сфере коллективных инвестиций действовали разные тенденции. Развитие внутренних пенсионных накоплений и резервов сдерживается нерешенностью ключевых проблем их функционирования в законодательстве. В индустрии рыночных паевых инвестиционных фондов наблюдается осторожный рост внутренних сбережений, который в отличие от брокерских счетов не сопровождается агрессивными продажами в крупных розничных банках. Однако индустрия розничных ПИФов пока

¹ URL: <https://www.epfrglobal.com/>

остается довольно мелкой, с высокими издержками для инвесторов и недостаточно привлекательной для действительно широкого круга инвесторов.

Иностранные инвесторы

На многих развивающихся рынках иностранные портфельные инвесторы часто действуют по очень схожим сценариям. Их решения о притоках или оттоках средств в таких фондах принимаются исходя из общих циклических закономерностей и веса той или иной страны в глобальных фондовых индексах, а не индивидуальных особенностей экономик и эмитентов разных стран¹.

Как следует из данных на рис. 62, согласно данным аналитического ресурса EPFR российский рынок акций столкнулся с массовым выводом из него средств иностранных фондов с середины 2011 г. Сравнение с другими 5 крупнейшими развивающимися рынками акций – Бразилией, Индией, Китаем, Южной Кореей и Индонезией – показывает, что практически все из них столкнулись примерно в тот же момент времени с аналогичным явлением, однако большинству из них удалось переломить эту тенденцию в 2018 г. Продолжившийся в 2018–2019 гг. отток средств из российского рынка акций несмотря на снижение премии за риск обусловлен неопределенностью перспектив роста экономики страны, неблагоприятным инвестиционным климатом и сохраняющимися geopolитическими рисками.

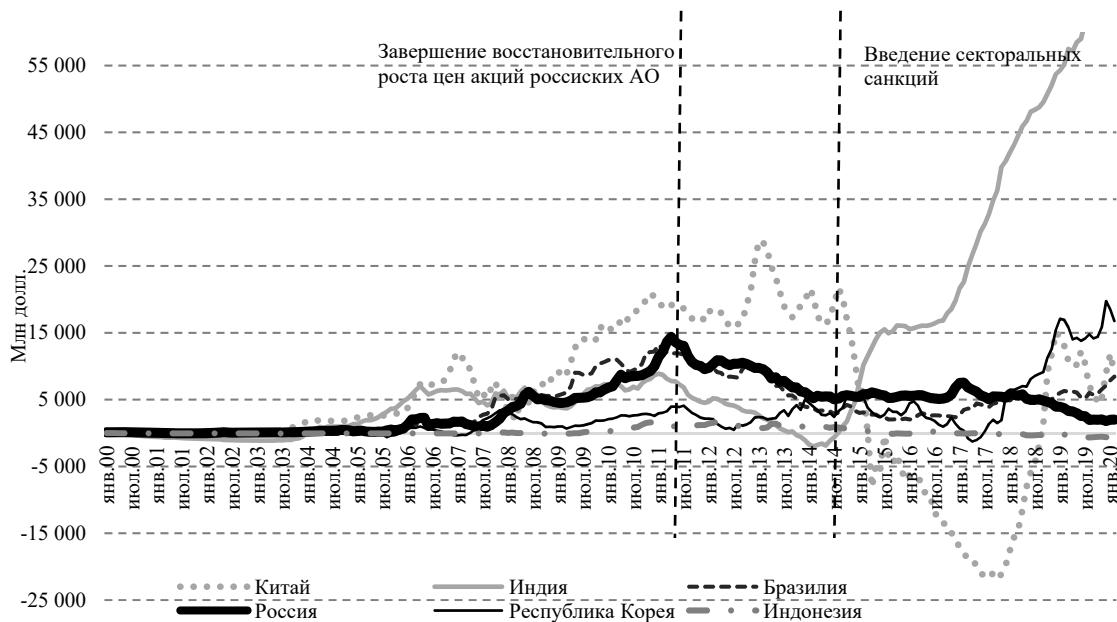


Рис. 62. Накопленные денежные потоки иностранных инвестиционных фондов, специализирующихся на инвестициях в акции той или иной страны с развивающимся рынком в январе 2000 г. по февраль 2020 г.

Источник: расчеты авторов по данным ресурса EPFR.

¹ Более подробно о стратегии инвестирования данных фондов на примере России см. Абрамов А. Различия в поведении внутренних и иностранных частных инвесторов на российском фондовом рынке. Экономическое развитие России, №11, 2014 г.

Привлекательность российского финансового рынка для иностранных инвесторов во многом зависит от состояния инвестиционного климата. России удалось добиться существенного прогресса в рейтинге глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума (РГК ВЭФ). Ее место в рейтинге поднялось с 67-го в 2013 г. до 43-го в 2018 и в 2019 гг. (рис. 63). Из стран – членов БРИКС Россия поднялась выше по рейтингу, чем Бразилия, ЮАР и Индия, уступая лишь Китаю.

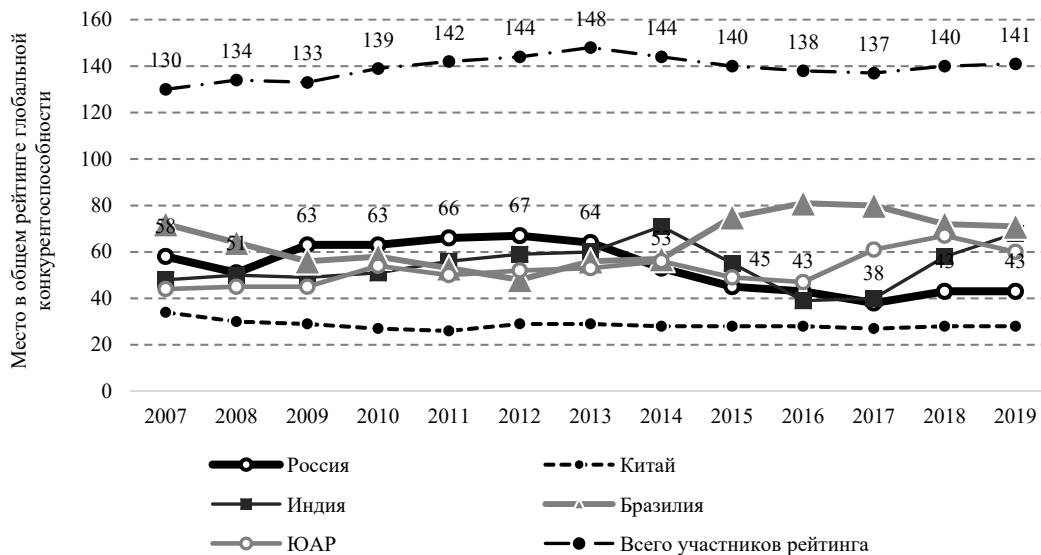


Рис. 63. Общий индекс конкурентоспособности стран БРИКС в соответствии с Рейтингами глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума в 2007–2019 гг.

Источник: расчеты авторов по данным The Global Competitiveness Report, публикуемого The World Economic Forum за ряд лет.

С учетом доступности долгосрочных рядов данных нами были определены три критерия оценки инвестиционного климата в России на основе Рейтинга глобальной конкурентоспособности ВЭФ. Если взять за основу оценки 2013 г., то можно констатировать, что по трем данным направлениям России удалось добиться улучшений оценок качества инвестиционного климата (табл. 10). Например, по критерию независимости правосудия Россия переместилась с 119 места в 2013 г. на 91 место в 2018 г. По оценкам соблюдения международных стандартов отчетности и аудита – с 107 места на 97 и надежности банковской системы – с 124 места – на 115. Однако по трем из двух рассматриваемым рейтингам (эффективности применения стандартов аудита и отчетности и надежности банков) показатели России в 2019 г. ухудшились по сравнению с 2018 г.

Таким образом, несмотря на достигнутую к 2019 г. стабильность по макроэкономике и финансовой устойчивости, снижение премии за риск, российский рынок акций и облигаций, за исключением ОФЗ, оставался недостаточно привлекательным для иностранных инвесторов, о чем свидетельствовал отток средств из иностранных фондов акций российских эмитентов. События марта 2020 г. с падением в мире цен на многие финансовые активы и нефть, сползанием экономик в глубокую рецессию из-за пандемии коронавируса и ростом вероятности дефолтов на рискованных облигационных рынках компаний

и некоторых стран, показывают, что российский рынок довольно прочно закрепил за собой имидж одного из самых рискованных в мире мест для инвестиций.

Таблица 10

**Наиболее проблемные направления в сфере инвестиционного климата
в России согласно Рейтингу глобальной конкурентоспособности
Всемирного экономического форума**

	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.
Независимость правосудия													
Россия	106	109	116	115	123	122	119	109	108	95	90	92	91
Китай	82	69	62	62	63	66	57	60	67	56	46	45	47
Индия	26	43	37	41	51	45	40	50	64	54	53	41	51
Бразилия	89	68	78	76	71	71	65	76	92	79	59	79	94
ЮАР	23	30	38	44	35	27	22	24	24	16	36	48	33
Правоприменение стандартов аудита и учета													
Россия	95	108	119	116	120	123	107	106	102	103	100	89	97
Китай	102	86	72	61	61	72	80	82	80	68	71	75	78
Индия	27	30	27	45	51	44	52	102	95	64	69	63	67
Бразилия	63	60	70	64	49	42	31	41	70	72	58	65	71
ЮАР	6	4	2	1	1	1	1	1	1	1	30	55	49
Надежность банков													
Россия	108	107	123	129	129	132	124	118	115	121	121	114	115
Китай	128	108	66	60	64	71	72	63	78	79	82	90	95
Индия	46	51	25	25	32	38	49	101	100	75	78	83	89
Бразилия	36	24	10	14	16	14	12	13	27	38	26	22	19
ЮАР	16	15	6	6	2	2	3	6	8	2	37	62	29

Источник: составлено авторами по данным The Global Competitiveness Report, публикуемого The World Economic Forum за ряд лет.

3.1.12. Риски российского финансового рынка

Одним из ключевых препятствием для формирования внутренних сбережений в России являются периодические риски девальвации национальной валюты. Как правило, девальвация рубля идет по одному и тому же сценарию. Снижение цены на нефть и отток капитала порождают внезапное обесценение рубля, а потом наступает период, длищийся 6–8 лет, когда рубль остается стабильным и даже немного укрепляется (*рис. 64*). Девальвации снижают стимулы к внутренним сбережениям. Предпринятые за последние годы меры по либерализации валютного курса и введение бюджетного правила способствовали снижению рисков девальвации, однако для полного управления ими необходимы структурные изменения в экономике.

Как показано на *рис. 64*, с сентября 1995 г. по настоящее время в России наблюдалось три девальвационные волны рубля. Во время первой, с 1 сентября 1995 г. по 31 августа 1998 г. средний за период курс составлял 5,7 руб./долл. После августовского кризиса 1998 г. до августа 2008 г. средний курс достиг 27,5 руб./долл. Начиная с кризиса 2008 г. и последовавшим за ним периодом более низких цен на нефть до сентября 2014 г. средний курс держался на уровне 31,1 руб./долл. Валютный кризис в 2014 г. и последовавшее за ним долгосрочное снижение среднего уровня нефтяных цен до конца 2019 г. привели к установлению среднего курса национальной валюты на уровне 61,7 руб./долл.

Ослабление рубля в I квартале 2020 г. из-за шоков, вызванных пандемией, и обострившейся конкуренции стран – экспортёров нефти привели к ослаблению рубля до курса

80,16 руб. за доллар (по состоянию на 20 марта 2020 г.). Пока неизвестно, какими останутся цены на нефть после завершения острой фазы текущего кризиса, но можно предположить, что если их средний уровень в последующий период заметно снизится, то это опять может привести к новой волне девальвации рубля и соответствующему снижению стимулов для внутренних рублевых сбережений у домашних хозяйств и организаций.

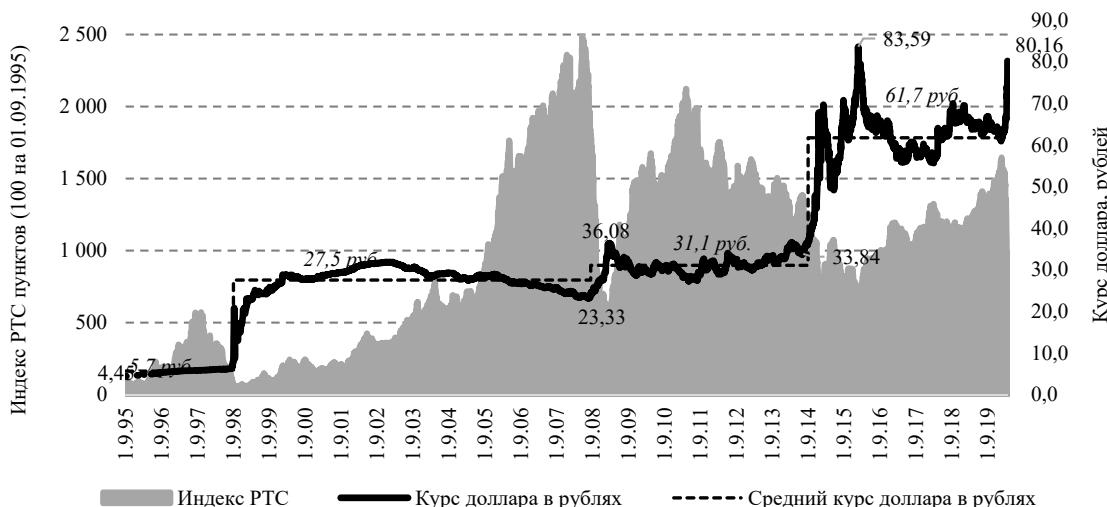


Рис. 64. Индекс РТС и валютный курс рубля за период с 1 сентября 1995 г. до 20 марта 2020 г.

Источник: расчеты авторов по данным Банка России и Московской биржи.

В значительной мере цены акций российских компаний зависят от цен на нефть. Коэффициент детерминации (R^2) между абсолютными ежемесячными значениями индекса РТС и ценами нефти сорта Brent с сентября 1995 г. по март 2020 г., изображенный на рис. 65, равен 0,8, что говорит об очень тесной зависимости между данными показателями. В значительной мере цена на нефть продолжает влиять и на валютный курс, особенно при наступлении тех или иных ценовых шоков на рынке.

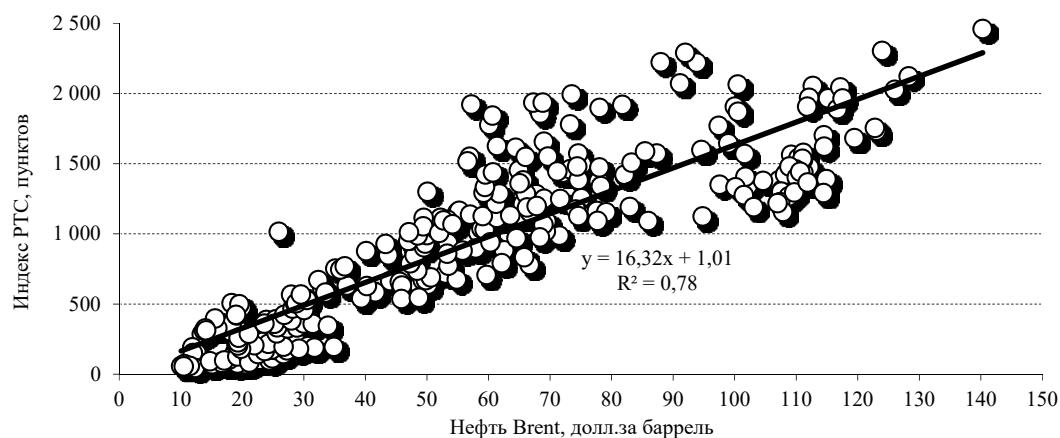


Рис. 65. Зависимость индекса РТС от цены нефти марки Brent с сентября 1995 г. по март 2020 г.

Источник: расчеты авторов по данным компании «Финам» и Московской биржи.

Существенные риски для финансового рынка сохраняют санкции, хотя их воздействие на поведение участников рынка пока носит ограниченный характер. Основными каналами влияния санкций на финансовый рынок являются ограничения объемов заимствования средств российскими компаниями, удорожание стоимости заемных ресурсов и отток иностранных инвестиций на рынке акций. Имеющиеся оценки влияния санкций на финансовый рынок существенно отличаются друг от друга, однако в основном они выражаются в уровне предполагаемого замедления темпов роста ВВП. Непосредственно анализу последствий санкций для финансового рынка посвящено немного работ. Так, по оценкам Е. Гурвича и И. Прилепского суммарный дополнительный чистый отток капитала, связанный с санкциями, был оценен на уровне 58 млрд долл. в 2014 г. и 160–170 млрд долл. в 2014–2017 гг.¹

Санкции и текущее ожидание их усиления сдерживают возможности крупных компаний и государства по заимствованию средств на глобальных рынках и соответственно инвестиционную активность бизнеса, что отрицательно влияет на экономический рост.

В условиях надвигающегося нового глобального финансового кризиса одной из наиболее серьезных угроз финансовой стабильности в мире и России являются дефолты на рынке высокодоходных облигаций. Массовая остановка деятельности компаний в условиях борьбы с коронавирусом сама по себе создает трудности для компаний в исполнении обязательств перед кредиторами. В России данная проблема усиливается тем, что в отличие от многих странах правительство пока не пошло на реализацию масштабных программ компенсации потерь бизнесу от вынужденного простоя.

Кроме того, как было показано выше, для облигационного рынка многих стран, включая Россию, долгие годы была характерна тенденция недооценки инвесторами рисков ВДО. За счет повышенного спроса спреды доходности поенным инструментам были близки к показателям облигаций с инвестиционным рейтингом, не компенсируя должным образом реальные риски инвесторов. По мнению одного из крупнейших специалистов по финансовым кризисам Кеннета Рогоффа, высказанному 30 марта 2020 г. в интервью деловому изданию Barron's, одним из наиболее уязвимых секторов финансового рынка в США является корпоративный долг. По его мнению, принятые там меры по поддержке финансового рынка могут предотвратить наступление дефолтов на долговом рынке в США. Однако наиболее серьезные проблемы ожидают развивающиеся рынки, отток капитала из которых превышает масштабы, наблюдавшиеся во время азиатского валютного кризиса. Возможно, вскоре «мы увидим одну за другой реструктуризацию долга развивающихся рынков»².

Специфическим риском российского финансового рынка в условиях надвигающегося кризиса может стать разочарование массового инвестора в фондовом рынке. Стремительный рост числа брокерских счетов и активности их владельцев в 2019 и в начале 2020 гг. шел за счет агрессивного маркетинга 3–4 крупнейших розничных банков, направленного на перепрофилирование своих традиционных клиентов на брокерское обслуживание. При этом банки отдавали предпочтение прямым, а не более безопасным коллективным инвестициям начинающих инвесторов. Подобная практика не сопровож-

¹ Гурвич Е., Прилепский И. Влияние финансовых санкций на российскую экономику. Вопросы экономики, № 1, Январь 2016 г., с.33.

² Kapadia R. (2020). The Coronavirus Crisis Could Be as Bad as Anything We've Seen in the Last 150 Years: Harvard Economist. Barron's. March 31.

далась заметными улучшениями в стандартах продаж финансовых продуктов и инструментов, например, использованием принципов открытой архитектуры продаж и фидуциарных стандартов деятельности продавцов и инвестиционных консультантов. Все это несло повышенные риски мисселинга финансовых продуктов, которые, видимо материализуются в среднесрочной перспективе.

* * *

Таким образом 2019 г. в целом был успешным годом. Произошедшие на нем позитивные изменения можно свести к следующему перечню:

- доходность российских фондовых индексов оказалась одной из самых высоких в мире, на фоне укрепившегося рубля доходность валютного индекса РТС в размере 44,9% существенно превышала доходность рублевого индекса МосБиржи в размере 26,6%;
- акции российских компаний показали одну из самых высоких в мире дивидендных доходностей, премии за риск по акциям достигли минимальных за долгие годы значений;
- в условиях снижения ключевой ставки Банка России с 7,75 до 6,25% произошел настоящий бум на рынке облигаций: объемы эмиссии ОФЗ выросли на 90,9% до 2,1 трлн руб., размещения корпоративных облигаций выросли на 68,7% и достигли 2,7 трлн руб.;
- на фоне снижения привлекательности банковских депозитов на фондовый рынок пришел массовый частный инвестор, за год количество зарегистрированных брокерских счетов физических лиц на бирже практически удвоилось, достигнув 3,9 млн;
- на внутреннем рынке акций средства частных инвесторов во многом заместили отток иностранных портфельных инвестиций, доля частных инвесторов в биржевых рыночных сделках достигла 31,7%;
- доходности на рынке ОФЗ снизились до рекордного после кризиса 2008 г. уровня на уровне 6,09%, после спада в 2018 г., вызванного риском санкций, на этот рынок вернулись иностранные инвесторы, их доля в структуре ОФЗ в начале 2020 г. достигла исторического максимума в размере 34,9%;
- в несколько раз выросло количество индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС), достигнув 1,9 млн., данные счета все больше становятся важными механизмами долгосрочных индивидуальных сбережений граждан;
- на рынке коллективных инвестиций средства частных инвесторов активно поступали в открытые паевые инвестиционные фонды акций и облигаций, начинающие играть все более заметную роль на финансовом рынке.

Вместе с тем, на внутреннем финансовом рынке остаются нерешенными много проблем, из которых можно выделить следующие:

- российские фондовые индексы остаются одними из самых рискованных в мире, на долгосрочных временных горизонтах они существенно уступают многим развитым и развивающимся фондовым рынкам;
- уровень развития внутреннего фондового рынка продолжает не соответствовать масштабам российской экономики и уступает большинству стран-конкурентов по таким параметрам как капитализация, ликвидность рынка акций, объемы сделок IPO и количество эмитентов в биржевом листинге;
- в 2018–2019 г. на Московской бирже наблюдается спад общих объемов биржевых торгов, низкая ликвидность наблюдается в сегменте рыночных сделок с акциями и облигациями, а также на рынке фьючерсов и опционов;

- рынки акций и корпоративных облигаций характеризуются высоким уровнем концентрации, на 10 самых крупных эмитентов приходится соответственно 70,1% капитализации акций и 53,5% новых выпусков корпоративных облигаций;
- из года в год растет доля компаний с государственным участием (КГУ) в капитализации акций и стоимости находящихся в обращении облигаций, в 2019 г. она достигла соответственно 53,5% на рынке акций и 71,8% – корпоративных облигаций;
- рынок корпоративных облигаций остается недостаточно прозрачным с точки зрения учета кредитных и процентных рисков, в его структуре соответственно 39,5 и 11,6% занимали облигации с повышенным уровнем риска и высокодоходные облигации;
- стремительный рост частных инвесторов не сопровождается качественными улучшениями стандартов продаж инвестиционно-финансовых продуктов и повышением прозрачности информации об эмитентах и выпускаемых ими финансовых инструментов;
- с 2014 г. продолжается «заморозка» системы обязательных пенсионных накоплений, сохраняется правовая неопределенность в секторе добровольных корпоративных и индивидуальных пенсионных планов;
- как показало падение рынка акций в марте 2020 г. по-прежнему остаются высокими риски ослабления рубля, что отрицательно влияет на долгосрочные сбережения.

Проявившиеся в марте 2020 г. первые признаки наступающего финансового кризиса, вызванного торможением мировой экономики из-за коронавируса, создают новые риски на рынке высокодоходных облигаций и частных сбережений.

3.2. Рынок муниципальных и субфедеральных заимствований¹

3.2.1. Динамика развития рынка

По итогам 2019 г. консолидированный региональный бюджет и бюджеты территориальных государственных внебюджетных фондов были сведены с профицитом в размере 17,4 млрд руб., или 0,02% ВВП (сокращение за год почти в 30 раз).

Для сравнения: в 2018 г. консолидированный региональный бюджет и бюджеты территориальных государственных внебюджетных фондов были сведены с профицитом 512,9 млрд руб., или 0,49% ВВП.

В 2019 г. бюджеты субъектов Российской Федерации были сведены с профицитом 15,5 млрд руб., бюджеты городских округов – с дефицитом 16,3 млрд руб., бюджеты внутригородских муниципальных образований городов федерального значения – с профицитом 0,5 млрд руб., бюджеты муниципальных районов – с профицитом 16,0 млрд руб., бюджеты городских поселений – с дефицитом 0,9 млрд руб., бюджеты территориальных государственных внебюджетных фондов – с профицитом 12,7 млрд руб.

В 2018 г. бюджеты субъектов Российской Федерации были сведены с профицитом 491,5 млрд руб., бюджеты городских округов – с дефицитом 0,8 млрд руб., бюджеты внутригородских муниципальных образований городов федерального значения – с дефицитом 0,4 млрд руб., бюджеты муниципальных районов – с профицитом 6,7 млрд руб., бюджеты городских поселений – с дефицитом 0,2 млрд руб., сельских поселений – с дефицитом 0,6 млрд руб., бюджеты территориальных государственных внебюджетных фондов – с профицитом 2,7 млрд руб.

¹ Автор раздела: Шадрин А.Е., старший директор по инновационной политике НИУ ВШЭ, научный сотрудник научного направления «Макроэкономика и финансы» Института Гайдара.

Таблица 11

Отношение профицита (дефицита) консолидированного регионального и региональных бюджетов к бюджетным расходам в 2007–2019 гг., %

Год	Консолидированный региональный бюджет*	Региональные бюджеты
2019	0,11	0,13
2018	3,7	4,7
2017	-0,5	-0,2
2016	...	0,003
2015	-1,6	-1,3
2014	-4,6	-4,9
2013	-6,4	-8,1
2012	-3,0	-3,5
2011	-0,2	-0,3
2010	-1,4	-1,6
2009	-5,3	-5,3
2008	-0,7	-0,7
2007	0,8	0,6

* С учетом государственных внебюджетных фондов.

Источник: расчеты автора на основе данных Федерального казначейства.

Таблица 12

Отношение профицита (дефицита) территориальных бюджетов к бюджетным расходам в 2007–2019 гг., %

Год	Бюджеты внутригородских муниципальных образований городов федерального значения	Бюджеты городских округов	Бюджеты муниципальных районов	Бюджеты городских и сельских поселений
2019	1,5	-0,7	0,4	-0,2
2018	-1,2	0,04	1,0	1,0
2017	-1,9	1,6	0,4	-0,3
2016	1,3	-0,9	0,8	-1,5
2015	6,7	-3,0	-0,7	-0,6
2014	6,0	-2,2	-1,4	0,7
2013	-3,47	-2,61	-5,59	2,24
2012	2,26	-2,01	-0,08	1,34
2011	6,15	-2,10	1,13	0,64
2010	-1,12	-1,16	-0,11	1,72
2009	-0,63	-3,32	-1,88	2,63
2008	-1,47	1,09	-0,26	2,72
2007	5,34	1,23	-0,04	2,34

Источник: расчеты автора на основе данных Федерального казначейства.

По состоянию на 1 января 2020 г. с дефицитом был сведен консолидированный бюджет (включая территориальные государственные внебюджетные фонды) в 33 субъектах РФ (в 2018 г. – в 16 регионах и г. Байконуре). Суммарный объем дефицита составил 227,5 млрд руб., или 2,6% доходной части их бюджетов (в 2018 г. – 64,0 млрд руб., или 2,8% доходной части бюджетов регионов, имеющих дефицит).

Медианный уровень бюджетного дефицита составил 1,3% к доходам соответствующего бюджета. Наибольшее значение отношения бюджетного дефицита к доходной части бюджета сложилось в Московской области (8,7%), в Республике Башкортостан (5,4%), в г. Севастополе (5,3%).

Почти треть – 32,7% – суммарного дефицита консолидированных бюджетов регионов, имеющих дефицит, или 74,4 млрд руб., пришлось на Московскую область, 22,9%, или 52,2 млрд руб., – на г. Москву, 7,0%, или 16,0 млрд руб., – на Республику Башкортостан, 6,0%, или 13,8 млрд руб., – на Свердловскую область (табл. 13).

Таблица 13

**Исполнение консолидированных бюджетов субъектов Российской Федерации
(включая государственные внебюджетные фонды) в 2019 г.**

	Доходы бюджета, млрд руб.	Дефицит (профицит) бюджета, млрд руб.	Отношение дефицита (профицита) к доходам, %	Привлеченные заемные средства к доходам, %	Чистое заимствование к доходам, %	Расходы на погашение заимствований к доходам, %	Чистые заимствования к дефициту (профициту), %
1	2	3	4	5	6	7	8
Центральный федеральный округ							
Белгородская область	141,9	0,9	0,6	5,4	-0,2	5,6	-32,7
Брянская об-ласть	88,8	-1,1	-1,2	6,5	-0,3	6,8	25,9
Владимирская об-ласть	95,5	-0,7	-0,7	1,4	-0,4	1,8	60,1
Воронежская об-ласть	169,7	-1,8	-1,0	32,7	-2,7	35,4	261,9
Ивановская об-ласть	63,4	-1,4	-2,2	10,9	-2,1	13,0	94,0
Тверская об-ласть	96,1	-4,1	-4,2	12,9	-1,1	14,0	25,8
Калужская об-ласть	98,1	-1,0	-1,0	2,8	-0,9	3,7	90,4
Костромская об-ласть	50,0	-2,0	-3,9	23,6	-3,5	27,1	90,1
Курская область	90,1	-1,2	-1,3	22,5	-0,1	22,6	5,7
Липецкая об-ласть	90,4	3,8	4,2	3,9	-2,3	6,2	-55,9
Московская об-ласть	858,5	74,4	8,7	13,2	5,0	8,2	57,4
Орловская об-ласть	50,8	0,0	0,1	54,8	-0,6	55,4	-618,2
Рязанская об-ласть	84,8	-0,5	-0,6	6,1	0,0	6,1	-6,9
Смоленская об-ласть	65,5	-0,7	-1,0	42,9	0,1	42,7	-14,6
Тамбовская об-ласть	67,0	2,7	4,0	23,9	3,2	20,7	81,4
Тульская об-ласть	118,7	1,5	1,3	7,6	-1,0	8,7	-80,0
Ярославская об-ласть	98,1	0,6	0,6	54,7	0,5	54,1	92,4
г. Москва	2 909,9	52,2	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0
г. Байконур	4,8	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Итого	5 241,9	121,8	2,3	7,3	0,6	6,7	25,7
Северо-Западный федеральный округ							
Республика Ка-релия	70,6	-1,1	-1,5	29,2	-2,2	31,4	142,6
Республика Коми	117,6	-3,6	-3,1	5,6	-2,1	7,6	67,6
Архангельская об-ласть	130,6	-4,0	-3,0	66,3	-1,1	67,4	36,5
Вологодская об-ласть	121,7	-9,8	-8,1	6,6	-4,2	10,8	52,2
Калининград-ская область	143,2	-0,9	-0,6	8,9	-0,3	9,2	47,3
Ленинградская об-ласть	197,8	-2,0	-1,0	0,0	-0,1	0,1	12,7
Мурманская об-ласть	118,5	-3,5	-2,9	46,8	-4,1	50,9	140,3
Новгородская об-ласть	50,2	0,3	0,6	9,6	0,3	9,3	49,1
Псковская об-ласть	48,7	0,7	1,4	39,7	2,2	37,5	155,4

Раздел 3
Финансовые рынки и финансовые институты

Продолжение таблицы 13

1	2	3	4	5	6	7	8
г. Санкт-Петербург	743,7	10,4	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Ненецкий автономный округ	26,2	-0,3	-1,0	1,8	-1,6	3,3	159,6
Итого	1 768,9	-13,6	-0,8	12,1	-0,9	13,0	112,0
Южный федеральный округ							
Республика Калмыкия	21,6	0,4	1,7	25,5	3,1	22,5	176,0
Краснодарский край	434,9	-31,8	-7,3	4,6	-9,0	13,6	123,1
Астраханская область	71,3	-5,0	-7,0	1,0	-12,3	13,2	175,7
Волгоградская область	161,6	-1,9	-1,1	9,1	-2,4	11,5	209,1
Ростовская область	271,2	4,9	1,8	2,7	0,2	2,6	9,7
г. Севастополь	43,6	2,3	5,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Республика Крым	215,4	-1,2	-0,6	0,0	-0,1	0,1	15,6
Республика Адыгея (Адыгея)	33,6	0,4	1,3	1,6	-0,2	1,8	-12,1
Итого	1 253,2	-31,9	-2,5	3,9	-4,1	8,0	159,8
Северо-Кавказский федеральный округ							
Республика Дагестан	166,3	-6,0	-3,6	0,0	-0,3	0,3	7,8
Кабардино-Балкарская Республика	50,4	-2,5	-4,9	52,0	-4,5	56,5	91,8
Республика Северная Осетия – Алания	47,4	-1,0	-2,2	19,8	-1,4	21,1	61,8
Республика Ингушетия	32,1	-0,6	-1,8	4,0	-0,4	4,3	19,6
Ставропольский край	172,4	-0,2	-0,1	17,8	-0,4	18,3	377,6
Карачаево-Черкесская Республика	35,5	-0,3	-0,9	12,6	-0,5	13,1	54,8
Чеченская Республика	114,7	0,2	0,1	0,0	-0,2	0,2	-113,0
Итого	618,9	-10,5	-1,7	11,6	-0,7	12,4	44,2
Приволжский федеральный округ							
Республика Башкортостан	293,9	16,0	5,4	0,4	-1,7	2,1	-31,2
Республика Марий Эл	45,2	-1,7	-3,7	13,4	-2,8	16,1	75,5
Республика Мордовия	56,1	-1,4	-2,5	32,0	-5,9	37,9	236,8
Республика Татарстан (Татарстан)	382,6	-15,1	-3,9	1,5	-0,1	1,6	2,0
Удмуртская Республика	115,0	1,6	1,4	40,8	0,5	40,3	34,0
Чувашская Республика – Чувашия	82,3	-4,9	-6,0	7,8	-3,1	10,9	51,5
Нижегородская область	254,2	0,7	0,3	19,0	0,1	19,0	22,4
Кировская область	90,4	-1,8	-2,0	31,0	-0,8	31,8	39,1
Самарская область	252,5	-7,5	-3,0	19,5	-2,1	21,6	71,3

РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА в 2019 году
тенденции и перспективы

Продолжение таблицы 13

1	2	3	4	5	6	7	8
Оренбургская область	146,6	-1,6	-1,1	2,2	-1,6	3,8	146,0
Пензенская об-ласть	83,8	0,9	1,1	5,3	0,4	4,9	34,2
Пермский край	219,3	-9,7	-4,4	6,9	-0,2	7,0	4,3
Саратовская об-ласть	151,4	0,5	0,3	16,8	-0,5	17,4	-155,0
Ульяновская об-ласть	84,3	2,5	2,9	14,6	0,4	14,2	14,0
Итого	2 257,5	-21,5	-1,0	12,0	-0,9	12,9	96,2
Уральский федеральный округ							
Курганская об-ласть	66,7	-0,2	-0,3	18,5	0,8	17,7	-235,5
Свердловская об-ласть	372,5	13,8	3,7	5,5	1,2	4,3	31,7
Тюменская об-ласть	262,2	-19,5	-7,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Челябинская об-ласть	262,6	0,5	0,2	3,0	0,1	2,9	63,0
Ханты-Мансий-ский автоном-ный округ – Югра	353,4	-7,0	-2,0	0,6	-0,3	0,9	14,8
Ямало-Ненец-кий автономный округ	274,1	-31,8	-11,6	0,0	0,0	0,0	0,1
Итого	1 591,4	-44,1	-2,8	2,7	0,3	2,4	-9,5
Сибирский федеральный округ							
Республика Тыва	40,4	0,4	1,0	5,7	0,0	5,7	-0,1
Алтайский край	159,6	-0,6	-0,4	0,0	0,0	0,0	13,1
Красноярский край	381,1	-38,3	-10,1	5,1	-5,7	10,8	57,0
Иркутская об-ласть	269,6	12,7	4,7	3,7	2,1	1,7	43,9
Кемеровская об-ласть	232,6	2,1	0,9	0,4	-1,3	1,7	-146,5
Новосибирская область	235,6	8,2	3,5	29,5	0,7	28,8	19,1
Омская область	138,4	-0,6	-0,4	65,1	-0,2	65,3	51,7
Томская область	98,2	3,5	3,5	53,3	3,7	49,6	103,6
Республика Ал-тай	29,9	-0,7	-2,3	3,3	-0,1	3,5	5,1
Республика Ха-касия	46,6	-1,3	-2,7	5,7	-1,7	7,5	62,9
Итого	1 632,0	-14,6	-0,9	15,2	-0,9	16,1	104,8
Дальневосточный федеральный округ							
Республика Бу-рятия	96,9	0,4	0,4	36,4	0,4	36,0	97,7
Республика Саха (Якутия)	283,1	2,7	0,9	9,8	-0,2	10,0	-21,2
Приморский край	194,4	-2,3	-1,2	3,2	-0,2	3,3	13,2
Хабаровский край	158,8	3,9	2,5	18,6	1,9	16,7	75,8
Амурская об-ласть	97,8	-5,3	-5,4	8,1	-0,4	8,5	7,7
Камчатский край	104,1	1,3	1,2	1,2	-0,7	1,9	-56,3
Магаданская об-ласть	49,2	0,0	0,0	62,7	0,1	62,7	198,2
Сахалинская об-ласть	217,1	-1,5	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0

Окончание таблицы 13

1	2	3	4	5	6	7	8
Еврейская автономная область	18,2	0,1	0,7	21,5	1,0	20,5	140,1
Чукотский автономный округ	58,6	-0,4	-0,6	0,0	-0,8	0,8	124,0
Забайкальский край	107,4	-2,0	-1,8	8,3	-0,2	8,5	11,4
Итого	1 385,6	-3,0	-0,2	10,9	0,1	10,9	-29,4
Итого Российской Федерации	15 749,4	-17,4	-0,1	9,1	-0,4	9,5	404,4

Источник: расчеты автора на основе данных Федерального казначейства.

С профицитом в 2019 г. был сведен консолидированный бюджет в 50 субъектах Российской Федерации (по сравнению с 69 регионами в 2018 г.). Суммарный объем бюджетного профицита в этих регионах составил 244,9 млрд руб., или 1,9% от величины доходной части их бюджетов (в 2018 г. – 576,9 млрд руб., или 3,6% доходной части бюджетов). Медианное значение бюджетного профицита составило 2,0% доходной части бюджета.

Наибольшее значение отношения профицита к уровню доходов консолидированного бюджета было достигнуто в Ямало-Ненецком АО (11,6%), в Красноярском крае – (10,1%), в Вологодской области (8,1%), в Краснодарском крае (7,3%).

На Красноярский край в 2019 г. пришлось 15,6% суммарного профицита бюджетов регионов, сведенных с профицитом, или 38,3 млрд руб., на Ямало-Ненецкий АО и на Краснодарский край – по 13,0%, или по 31,8 млрд руб., на Тюменскую область – 7,9%, или 19,5 млрд руб., на Республику Татарстан – 6,1%, или 15,1 млрд руб.

3.2.2. Структура заемствований

По данным Минфина России, объем накопленного долга субъектов Российской Федерации в 2019 г. сократился на 93,3 млрд руб., или на 4,2%, составив 2113,0 млрд руб., объем накопленного долга муниципальных образований увеличился на 8,6 млрд руб., или на 2,3%, составив 380,5 млрд руб. (табл. 14).

Таблица 14

Объем и структура государственного долга субъектов Российской Федерации и долга муниципальных образований на 1 января 2019 и 2020 гг.

Виды долговых обязательств	Объем государственного долга субъекта Российской Федерации, млн руб.			Объем долга муниципальных образований, млн руб.		
	2019 г.	2020 г.	прирост/снижение 2020 г. к 2019 г., %	2019 г.	2020 г.	прирост/снижение 2020 г. к 2019 г., %
1	2	3	4	5	6	7
Государственные ценные бумаги	551 363,6	588 530,4	6,7	18 123,9	21 295,4	17,5
Кредиты от кредитных организаций, иностранных банков и международных финансовых организаций	636 015,2	575 767,8	-9,5	256 539,0	259 464,8	1,1
Бюджетные кредиты от других бюджетов бюджетной системы Российской Федерации	939 977,0	886 190,6	-5,7	86 464,1	92 085,7	6,5

РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА в 2019 году
тенденции и перспективы

Окончание таблицы 14

1	2	3	4	5	6	7
Государственные гаран- тии	71 504,9	55 358,1	-22,6	10 730,9	7 606,4	-29,1
Иные долговые обяза- тельства	7 452,7	7 127,7	-4,4	5,5	5,4	-1,8
Всего	2 206 313,3	2 112 974,6,	-4,2	371 863,4	380 457,6	2,3

Источник: расчеты автора на основе данных Минфина России.

Суммарный объем заимствований регионов и муниципалитетов в 2019 г. составил 1769,8 млрд руб. Крупнейшими заемщиками стали: Московская область (113,4 млрд руб.), Омская область (90,1 млрд руб.), Архангельская область (86,6 млрд руб.), Новосибирская область (69,4 млрд руб.).

В общем объеме заимствований консолидированного регионального бюджета на эмиссию ценных бумаг пришлось 8,0%, на ссуды из вышестоящих бюджетов (бюджетные кредиты) – 26,9%, на заимствования в коммерческих банках – 65,2%.

Общий объем чистых заимствований консолидированного регионального бюджета в 2019 г. был отрицательным и составил -70,5 млрд руб. (-86,0 млрд руб. в 2018 г.). Наибольшее отношение чистых заимствований к доходам бюджета продемонстрировали Московская (5,0%), Томская (3,7%), Тамбовская (3,2%) области.

Крупнейшими чистыми заемщиками стали Московская (42,7 млрд руб.), Иркутская (5,6 млрд руб.), Свердловская (4,4 млрд руб.), Томская (3,6 млрд руб.) области.

Таблица 15

**Чистые заимствования региональных и местных бюджетов,
% ВВП**

	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.
Чистые заимствова- ния субфедеральных и местных органов власти	0,17	0,29	0,74	0,51	0,21	0,33	0,61	0,53	0,33	0,10	-0,01	-0,08	-0,06
В том числе:													
возвратные ссуды из бюджетов других уровней	-0,01	0,03	0,33	0,37	0,15	0,01	0,06	0,24	0,21	0,21	0,02	-0,07	-0,05
субфедеральные (му- ниципальные) обли- гации	0,08	0,17	0,24	0,07	-0,11	0,06	0,12	-0,01	-0,01	0,04	0,11	...	0,04
прочие заимствова- ния	0,10	0,09	0,17	0,07	0,17	0,26	0,43	0,30	0,13	-0,15	-0,14	-0,01	-0,05

Источник: расчеты автора на основе данных Федерального казначейства.

За счет превышения объемов погашения ранее сделанных займов над вновь проводимыми накопленный долг в наибольшей степени сократили Краснодарский (на 39,2 млрд руб.), Красноярский (на 21,8 млрд руб.) края, Астраханская (на 8,7 млрд руб.), Воронежская (на 4,6 млрд руб.) области.

3.2.3. Внутренние облигационные займы

В 2019 г. были зарегистрированы проспекты эмиссии облигационных займов 13 субъектов Федерации и 2 муниципальных образований (по сравнению с 21 регионом и 2 муниципалитетами, выпустившими облигации в 2018 г.). Проспекты эмиссии в Минфине России в 2019 г. зарегистрировали: Санкт-Петербург, Красноярский и Краснодарский края, Республика Саха (Якутия), Белгородская, Рязанская, Свердловская, Магаданская,

Самарская, Новосибирская, Ярославская, Нижегородская, Московская, Липецкая области, города Новосибирск и Томск.

За 2019 г. объем эмиссии субфедеральных и муниципальных облигаций вырос с 0,08 до 0,10% ВВП (табл. 16).

Таблица 16

**Объем выпуска субфедеральных и муниципальных ценных бумаг,
% ВВП**

	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.
Выпуск	0,26	0,43	0,41	0,25	0,10	0,19	0,23	0,16	0,12	0,19	0,23	0,08	0,10
Погашение	0,18	0,26	0,16	0,18	0,21	0,13	0,12	0,17	0,13	0,15	0,13	0,08	0,07
Чистое финансирование	0,08	0,17	0,24	0,07	-0,11	0,06	0,12	-0,01	-0,01	0,04	0,11	...	0,04

Источник: расчеты автора по данным Минфина РФ.

Крупнейшие размещения ценных бумаг осуществили: Московская область (51,5 млрд руб., или 45,2% общего объема эмиссии), Республика Саха (Якутия) (12,0 млрд руб., или 10,5%), Томская область (10,2 млрд руб., или 9,0%), Краснодарский край и Нижегородская область (по 10,0 млрд руб., или по 8,8%).

Таким образом, на 5 крупнейших эмитентов пришлось 82,3% общего объема выпусков размещенных региональных и муниципальных облигаций (табл. 17).

Таблица 17

**Размещение субфедеральных и муниципальных ценных бумаг
в 2019 г.**

Субъект Федерации	Объем эмиссии, млн руб.	Доля эмитента в общем объеме эмиссии, %	Объем эмиссии к внутренним заимствованиям, %
Центральный федеральный округ			
Белгородская область	4 000,0	3,5	52,2
Липецкая область	2 500,0	2,2	71,3
Московская область	51 500,0	45,2	45,4
Ярославская область	3 000,0	2,6	5,6
Южный федеральный округ			
Краснодарский край	10 000,0	8,8	50,2
Приволжский федеральный округ			
Нижегородская область	10 000,0	8,8	20,6
Уральский федеральный округ			
Свердловская область	5 000,0	4,4	24,6
Сибирский федеральный округ			
Новосибирская область	5 750,8	5,0	8,3
Томская область	10 239,5	9,0	19,6
Дальневосточный федеральный округ			
Республика Саха (Якутия)	12 000,0	10,5	43,4
Российская Федерация, итого	113 990,3	100,0	8,0

Источник: расчеты автора по данным Федерального казначейства.

Наиболее высокий уровень секьюритизации наблюдался у Липецкой (71,3%), Белгородской (52,2%) областей, у Краснодарского края (50,2%).

В 2019 г. объем размещаемых ценных бумаг субъектов Российской Федерации и муниципальных образований превысил объем погашаемых ценных бумаг на 40,4 млрд руб., тогда как в 2018 г. – лишь на 23,5 млн руб. При этом объем размещенных ценных бумаг вырос более чем на 31%, составив 114,0 млрд руб. (табл. 18).

Таблица 18

Объемы чистых заимствований на рынке внутренних субфедеральных и муниципальных ценных бумаг, млрд руб.

	Консолидированный региональный бюджет	Региональные бюджеты	Муниципальные бюджеты
2019 г.			
Чистые заимствования	40,4	37,2	3,2
Привлечение средств	114,0	107,9	6,1
Погашение основной суммы задолженности	73,6	70,7	2,9
2018 г.			
Чистые заимствования	0,02	2,96	-2,94
Привлечение средств	86,95	86,84	0,11
Погашение основной суммы задолженности	86,92	83,88	3,04
2017 г.			
Чистые заимствования	97,03	91,43	5,60
Привлечение средств	215,33	205,21	10,12
Погашение основной суммы задолженности	118,30	113,77	4,53
2016 г.			
Чистые заимствования	31,98	26,70	5,29
Привлечение средств	160,50	153,66	6,85
Погашение основной суммы задолженности	128,52	126,96	1,56
2015 г.			
Чистые заимствования	-5,81	-7,11	1,29
Привлечение средств	98,45	94,25	4,21
Погашение основной суммы задолженности	104,27	101,36	2,92
2014 г.			
Чистые заимствования	-9,24	-7,41	-1,83
Привлечение средств	111,49	110,09	1,40
Погашение основной суммы задолженности	120,73	117,50	3,23
2013 г.			
Чистые заимствования	77,61	75,45	2,16
Привлечение средств	154,64	149,64	5,00
Погашение основной суммы задолженности	77,03	74,19	2,84
2012 г.			
Чистые заимствования	38,17	36,80	1,38
Привлечение средств	119,85	115,95	3,90
Погашение основной суммы задолженности	81,68	79,16	2,52
2011 г.			
Чистые заимствования	-58,20	-57,11	-1,09
Привлечение средств	55,05	53,37	1,68
Погашение основной суммы задолженности	113,25	110,48	2,77
2010 г.			
Чистые заимствования	29,77	28,61	1,16
Привлечение средств	111,11	105,85	5,25
Погашение основной суммы задолженности	81,33	77,24	4,09

Источник: расчеты автора на основе данных Федерального казначейства.

Большинство регионов, выпускающих долговые ценные бумаги на регулярной основе, продолжили их эмиссию и в 2019 г. (табл. 19).

Таблица 19

**Регистрация проспектов эмиссии субфедеральных и муниципальных
ценных бумаг в 2007–2019 гг.**

Эмитент	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Субъекты Федерации													
Красноярский край	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Нижегородская об- ласть	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Санкт-Петербург	*	*		*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Республика Саха (Якутия)	*	*		*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Ярославская область	*	*		*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Самарская область	*	*	*		*	*	*	*	*	*	*	*	*
Белгородская об- ласть		*			*	*	*	*	*	*	*	*	*
Новосибирская об- ласть	*					*	*		*	*	*	*	*
Свердловская об- ласть				*	*	*		*		*	*	*	*
Московская область	*	*								*	*	*	*
Краснодарский край	*			*	*				*		*	*	*
Липецкая область	*	*			*	*	*				*	*	*
Рязанская область				*	*								*
Томская область	*	*		*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Оренбургская об- ласть					*	*	*	*	*	*	*	*	
Республика Карелия	*	*	*	*	*	*	*	*		*	*	*	*
Иркутская область	*	*	*		*				*	*	*	*	
Магаданская обл.						*	*				*	*	
Удмуртская Респуб- лика	*	*		*	*	*	*	*	*	*			*
Хабаровский край													*
Кировская область													*
Камчатский край													*
Республика Коми		*		*	*		*	*	*	*	*	*	
Ханты-Мансийский АО			*				*	*		*	*		
Омская область							*	*		*	*		
Ямало-Ненецкий АО										*	*		
Тамбовская область										*	*		
Волгоградская об- ласть	*	*	*	*	*	*	*	*			*		
Республика Чува- шия	*	*	*		*	*	*	*			*		
Республика Марий Эл						*	*	*			*		
Кемеровская об- ласть							*				*		
Ивановская область	*				*						*		
Ульяновская об- ласть	*	*									*		
Ненецкий АО											*		
Курская область											*		
Калининградская область											*		
Саратовская область											*		
Орловская область											*		
Карачаево-Черкес- ская Республика											*		
Республика Мордо- вия							*	*	*	*	*		

РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА в 2019 году
тенденции и перспективы

Продолжение таблицы 19

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Республика Хакасия				*		*	*	*	*	*			
Ставропольский край		*			*	*	*	*		*			
Тюменская область										*			
Тверская область	*	*	*	*	*	*	*	*					
Воронежская об-ласть	*					*	*	*					
Смоленская область							*	*					
Ленинградская об-ласть							*	*					
Республика Башкор-тостан	*				*	*	*	*	*	*			
Тульская область						*	*	*	*	*			
Костромская об-ласть	*				*			*					
Москва		*	*	*			*						
Калужская область	*	*			*	*							
Вологодская об-ласть					*	*							
Республика Бурятия					*								
Мурманская область					*								
Пензенская область	*	*											
Курганская область		*											
Республика Калмы-кия	*												
Кабардино-Балкар-ская Республика													
Брянская область													
Сахалинская об-ласть													
Приморский край													
Муниципалитеты													
Новосибирск				*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Томск	*	*		*		*		*	*	*	*	*	*
Нижний Новгород											*		
Омск								*		*			
г. Волжский Волго-градской области								*					
Красноярск	*	*	*	*	*	*							
Казань	*		*	*	*								
Краснодар				*	*								
Уфа				*									
г. Электросталь Московской области	*		*										
Смоленск				*									
Липецк	*	*											
Магадан	*	*											
Братск		*											
Новороссийск		*											
Екатеринбург	*												
Клинский район Московской области	*	*	*										
Ногинский район Московской области		*	*										
Благовещенск		*	*										
Чебоксары	*		*										
г. Балашиха Московской области			*										
Одинцовский район Московской области	*	*											
Астрахань		*											
Брянск		*											
Воронеж		*											

Окончание таблицы 19

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
г. Орехово-Зуево Московской области		*											
Ярославль		*											
Воронеж		*											
Южно-Сахалинск	*												
Новочебоксарск	*												
Ангарск	*												
Вурнарский район Чувашской Республики	*												
г. Шумерля Чувашской Республики	*												
Барнаул													
Пермь													
Кострома													
Архангельск													
Дзержинский													

Источник: Минфин России.

3.2.4. Перспективы развития рынка региональных и муниципальных заимствований

Кризисные явления в мировой и российской экономике, непосредственно связанные с введением карантинных мероприятий в 2020 г., объективно формируют предпосылки к расширению размера дефицита региональных и местных бюджетов.

Это вызвано как сокращением налоговых поступлений, так и необходимостью дополнительных расходов, направленных на расширение социальной поддержки граждан и предприятий, необходимостью реализации противоэпидемиологических мероприятий. При этом возможности снижения размеров расходных статей бюджетов ограничены значительным объемом несокращаемых обязательств по финансированию сети государственных и муниципальных учреждений, законодательно установленным социальным выплатам.

В связи с этим динамика нарастания дефицитности консолидированного бюджета в регионах будет зависеть от следующих факторов:

- от длительности и глубины экономического спада;
- от выбранной модели поддержки со стороны федерального бюджета (соотношение дополнительно предоставленных прямых межбюджетных трансфертов и возвратных ссуд из федерального бюджета);
- от соотношения объема дополнительно предоставленных средств из федерального бюджета с размерами падения доходных поступлений консолидированного регионального бюджета и объемом дополнительно возникших расходных обязательств, с учетом возможностей относительно безболезненного сокращения регионами ранее запланированных бюджетных ассигнований.

При этом следует отметить законодательные ограничения, накладываемые на величину бюджетного дефицита субъектов Российской Федерации и муниципальных образований.

Так, в соответствии с положениями ст. 92.1 Бюджетного кодекса Российской Федерации дефицит бюджета субъекта Федерации не должен превышать 15% от утвержденного общего годового объема доходов бюджета субъекта Российской Федерации без учета

утверженного объема безвозмездных поступлений (10% – для высокодотационных регионов).

Соответственно, дефицит местного бюджета не должен превышать 10% утвержденного общего годового объема его доходов без учета утвержденного объема безвозмездных поступлений и (или) поступлений налоговых доходов по дополнительным нормативам отчислений (5% – для высокодотационных муниципальных образований).

На доступность заимствований для региональных бюджетов позитивно влияет возможность предоставления Банком России кредитов коммерческим банкам под залог эмитируемых регионами ценных бумаг.

С 1 января 2020 г. для облигаций субъектов Российской Федерации и муниципальных образований минимальный уровень кредитного рейтинга выпуска (эмитента) для включения в ломбардный список был повышен Банком России в рамках контрциклического регулирования на 4 ступени – до уровня «A+(RU)»/«ruA+» по классификации кредитных рейтинговых агентств АКРА (АО)/АО «Эксперт РА» (с уровня «ruBBB»).

По состоянию на 14 апреля 2020 г. таким рейтингом обладали 24 субъекта РФ (табл. 20).

При этом при включении указанных ценных бумаг в ломбардный список, помимо рейтингов, Банком России будут учитываться условия их размещения и обращения, а также иные существенные обстоятельства.

С учетом вероятности понижения в условиях экономического кризиса кредитного рейтинга регионов, а также смягчения денежной-кредитной политики Банка России в рамках реализации антикризисных мер целесообразным может стать ослабление требований к уровню кредитного рейтинга региональных и муниципальных эмитентов для включения в ломбардный список.

Таблица 20

Кредитные рейтинги субъектов и муниципальных образований Российской Федерации (на 14 апреля 2020 г.)

Субъект Российской Федерации / муниципальное образование	АКРА (АО)	АО «Эксперт РА»
1	2	3
Центральный федеральный округ		
Белгородская область	AA-(RU)	
Воронежская область		ruA-
Тверская область	BBB+(RU)	
Костромская область	BBB-(RU)	
Курская область	A+(RU)	
Липецкая область	AA(RU)	
Московская область	AA+(RU)	
Рязанская область	A-(RU)	
Тамбовская область	BBB+(RU)	
Тульская область		ruA+
Ярославская область		ruBBB+
г. Москва	AAA(RU)	
Северо-Западный федеральный округ		
Республика Карелия		ruBBB-
Калининградская область		ruBBB+
Мурманская область	A-(RU)	
Новгородская область	BBB(RU)	
г. Санкт-Петербург	AAA(RU)	
Ненецкий автономный округ		ruA+
Южный федеральный округ		
Краснодарский край	A+(RU)	ruAA-
Волгоградская область		ruA-

Окончание таблицы 20

1	2	3
Республика Адыгея (Адыгея)		ruBBB
	Северо-Кавказский федеральный округ	
Ставропольский край		ruA
	Приволжский федеральный округ	
Республика Башкортостан		ruAAA
Республика Мордовия	B(RU)	
Республика Татарстан (Татарстан)	AAA(RU)	ruAAA
Удмуртская Республика		ruBBB-
Чувашская Республика – Чувашия		ruA
Нижегородская область		ruA
Кировская область		ruBBB+
Самарская область	AA(RU)	
Оренбургская область	A+(RU)	
Пензенская область	BBB+(RU)	
Саратовская область		ruA-
Ульяновская область		ruBBB+
	Уральский федеральный округ	
Курганская область		
Свердловская область	A+(RU)	ruAA-
Тюменская область	AAA(RU)	
Челябинская область	AA(RU)	
Ханты-Мансийский автономный округ – Югра	AAA(RU)	
Ямало-Ненецкий автономный округ	AAA(RU)	ruAAA
	Сибирский федеральный округ	
Алтайский край	A+(RU)	
Красноярский край	A+(RU)	
Иркутская область		ruAA+
Кемеровская область	A-(RU)	
Новосибирская область	AA-(RU)	
Омская область		ruBBB+
Томская область	BBB(RU)	
	Дальневосточный федеральный округ	
Республика Бурятия		ruBBB+
Республика Саха (Якутия)		ruAA-
Хабаровский край		ruBBB
Камчатский край		ruA+
Магаданская область	BBB-(RU)	
	Муниципальные образования	
Братск	BBB(RU)	
Краснодар		ruA
Красноярск		ruA-
Нижний Новгород	A-(RU)	
Новосибирск		ruA-

Примечание. Выделены субъекты РФ с рейтингом на уровне не ниже «A+(RU)»/«ruA+».

Источник: по данным АКРА (АО) и АО «Эксперт РА».

3.3. Банковский сектор¹

На конец 2019 г. в российской банковской системе функционировали 442 кредитные организации. За год количество действующих кредитных организаций сократилось на 42 ед. (в 2018 г. – на 77 ед.). Семь лет назад – в начале 2013 г. – число действующих кредитных организаций превышало тысячу (1094 ед.). Таким образом, ЦБ последовательно продолжает процесс оздоровления банковского сектора (*рис. 6б*).

¹ Автор раздела: Зубов С.А., канд. экон. наук, доцент, старший научный сотрудник РАНХиГС.

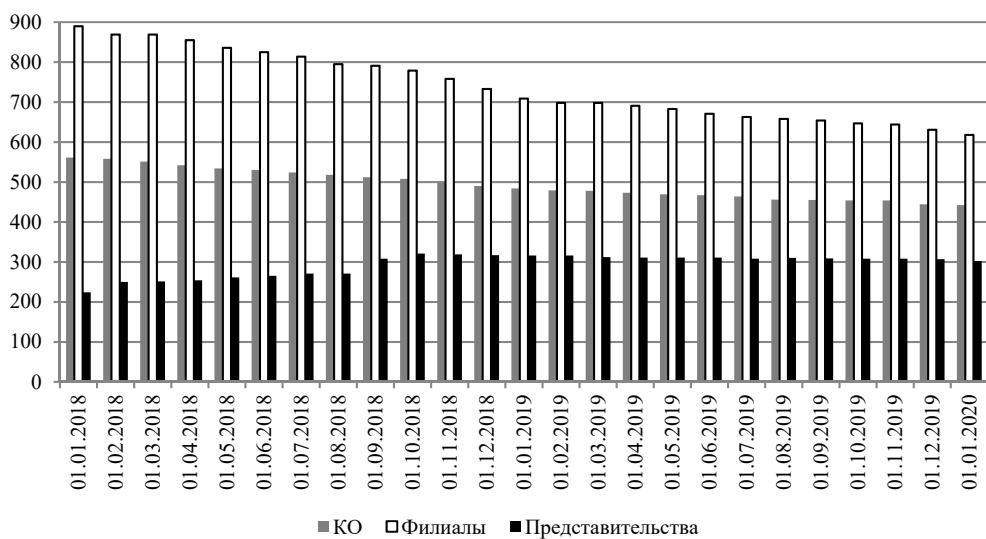


Рис. 66. Количество кредитных организаций, филиалов и представительств

Источник: Банк России.

На 1 января 2020 г. в России 373 кредитные организации показали прибыль в размере 2196,4 млрд руб., а убыток 69 кредитных организаций составил 159,6 млрд руб. Количество убыточных организаций снизилось за год с 29 до 16%.

3.3.1. Финансовые результаты банковского сектора

Совокупные активы кредитных организаций выросли за 2019 г. на 2,7% (за предшествующий год увеличились на 10,4%), собственные средства банков – на 7,6% (годом ранее – на 3,8%).

Несмотря на снижение процентных ставок по вкладам и депозитам, за 2019 г. банкам удалось нарастить объем вкладов физических лиц на 7,3%, что ниже темпов 2018 г. (8,9%). При этом рост частично обусловлен капитализацией начисленных банками процентов по вкладам. В целом общий рост объема вкладов снижает чистый процентный доход из-за относительно высокой стоимости этого вида банковских обязательств. В истекшем году доля вкладов в общем объеме банковских обязательств выросла до 35,3% (на конец 2018 г. – 33,6%).

Несколько иначе сложилась ситуация с привлеченными средствами юридических лиц. Темп прироста совокупного объема депозитов и средств на счетах корпоративных клиентов за 2019 г. увеличился всего лишь на 4,6%, что значительно ниже соответствующего показателя 2018 г. (прирост на 29,3%).

Что касается активных операций, то прирост корпоративного кредитования составил 1,2% против 10,5% в 2018 г. Темп прироста розничного кредитования в истекшем году также несколько замедлился: с 22,4% за 2018 г. до 18,5% в 2019 г.

За 2019 г. просроченная задолженность по кредитам нефинансовым организациям выросла на 25,1%, однако это обусловлено техническим фактором: в 2019 г. в этот показатель включены просроченная дебиторская задолженность и просроченные приобретенные права требования (операции по приобретению и переуступке задолженности). По

кредитам физическим лицам прирост просроченной задолженности составил 0,5% общего объема предоставленных кредитов, т.е. несколько снизился за счет роста кредитного портфеля. Несмотря на абсолютный рост просроченной задолженности, ее доля в кредитном портфеле снизилась на 1 января 2020 г. до 4,3% (5,1% годом ранее).

Важным фактором, оказавшим влияние на финансовые результаты российского банковского сектора, стало введение нового порядка отражения в бухгалтерском учете и отчетности резервов на возможные потери, который вступил в силу с 1 января 2019 г. в соответствии с Указаниями ЦБ РФ № 4555-У и 4556-У от 2 октября 2017 г. Новый порядок предполагает применение международного стандарта IFRS 9. Согласно новым правилам в банковский учет были введены дополнительные балансовые счета и символы «Отчета о финансовых результатах», по которым отображаются корректировки резервов. Нововведения также затронули и методологию учета процентного дохода.

Решения ЦБ РФ повлияли на прибыльность российских банков. Она повысилась даже в условиях давления, которое на рентабельность сектора оказывает снижение уровня процентной маржи, в свою очередь, вызванное снижением ключевой ставки. В конце 2019 г. рентабельность активов ROA составила 2,1%, а рентабельность капитала ROE – 20,3%. По итогам 2018 г. данные показатели составляли 1,4 и 12,4% соответственно. Вероятно, в ближайшее время в практику банковских аналитиков будет включен расчет рентабельности, очищенный от корректировок резервов по МСФО¹ 9, в данный момент этот показатель демонстрирует стагнацию банковской рентабельности (на 1 января 2018 г. была на уровне 13,8% и в 2019 г. – 13,1%).

В структуре финансового результата банковского сектора по сравнению с аналогичным периодом предшествующего года произошли некоторые изменения.

Сокращение банковской маржи, вызванное снижением инфляции и ключевой ставки, вынуждает банки наращивать комиссионные доходы. В 2019 г. комиссионные доходы по кредитам негосударственным коммерческим организациям выросли на 72,1%, а по кредитам гражданам – на 227,3%. Чистые доходы по операциям с ценными бумагами за истекший год значительно увеличились (прирост на 164,7 млрд руб., или на 115,4%), что во многом обусловлено ростом фондового рынка в прошедшем году.

В то же время банки вынуждены более тщательно подходить к планированию расходов, связанных с обеспечением деятельности кредитной организации, в том числе расходов на содержание персонала, по операциям с основными средствами и нематериальными активами, организационных и управленческих расходов. Операционная эффективность деятельности российских кредитных организаций в среднем по сектору выросла: отношение административно-управленческих расходов к операционному доходу (cost-to-income ratio, CIR) за 2019 г. снизилось до 41%, что свидетельствует о повышении эффективности управления данными расходами (в большинстве стран ЕС данный показатель не ниже 50%).

Впервые за последние годы зафиксировано превышение процентных доходов от кредитования физических лиц над процентными доходами от кредитования корпоративных клиентов. Это вызвано ростом объемов потребительского и ипотечного кредитования, ставки по которым существенно превышают ставки кредитования юридических лиц.

¹ МСФО – международные стандарты финансовой отчетности.

3.3.2. Корпоративные кредиты

Общий объем кредитования российских предприятий всех форм собственности нефинансового и финансового (кроме банков) секторов и юридических лиц – нерезидентов (кроме банков) за 2019 г. вырос на 992,7 млрд руб., или на 2,6%. В предшествующем году прирост был существенно выше и составил 4191,1 млрд руб., или 12,4%.

Рост совокупного портфеля корпоративных кредитов во многом обеспечен увеличением объемов кредитования в национальной валюте – на 8,2% (в 2018 г. – прирост на 12,8%), в то время как кредитование в иностранной валюте снизилось на 12,0% (в предшествующем году прирост составил 11,4%). В итоге объем рублевых кредитов на конец октября составил 76,3% в общем портфеле корпоративного кредитования.

Несколько ускорился рост просроченной задолженности. За 2019 г. общая просроченная задолженность юридических лиц выросла на 27,0%, годом ранее прирост составлял 6,0%. По итогам года просроченная задолженность составляет 7,1% от кредитного портфеля, в 2018 г. данный показатель находился на уровне 5,7%.

Правительством принимаются меры по стимулированию корпоративного кредитования. В конце 2018 г. было принято Постановление Правительства РФ № 1764 «Об утверждении Правил предоставления субсидий из федерального бюджета российским кредитным организациям на возмещение недополученных ими доходов по кредитам, выданным в 2019–2024 гг. субъектам малого и среднего предпринимательства по льготной ставке». В начале 2019 г. началась реализация программы льготного кредитования в рамках нацпроекта «МСП и поддержка индивидуальной предпринимательской инициативы». Минэкономразвития РФ утвердило перечень из 70 банков в 29 регионах России для льготного кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства по ставке 8,5% (в программе 2018 г. участвовало 15 уполномоченных банков, льготная ставка составляла 6,5%).

Благодаря программам льготного кредитования объемы кредитов, предоставленных предприятиям малого и среднего бизнеса, выросли на 14,5% (до 4695,5 млрд руб.). Кредиты индивидуальным предпринимателям в 2019 г. росли более высокими темпами, чем в предыдущем: прирост составил 12,2% (годом ранее – 7,1%). На 1 января 2020 г. суммарный портфель льготного кредитования МСП составил 527,0 млрд руб., или 11,7% общего объема кредитного портфеля предприятий малого и среднего бизнеса. Объемы задолженности по валютным кредитам индивидуальных предпринимателей несущественны (менее 0,5%) и сократились за год на 21,1% (за 2018 г. сокращение составило 16,2%).

Повышение инфляционных ожиданий и фактического уровня инфляции в начале 2019 г. привело к тому, что номинальные процентные ставки по рублевым кредитам в среднем в 2019 г. несколько выросли по сравнению с предыдущим годом. Ставки по кредитам в долларах и евро снизились вслед за снижением ставки ФРС и нулевого значения ставки ЕЦБ (рис. 67).

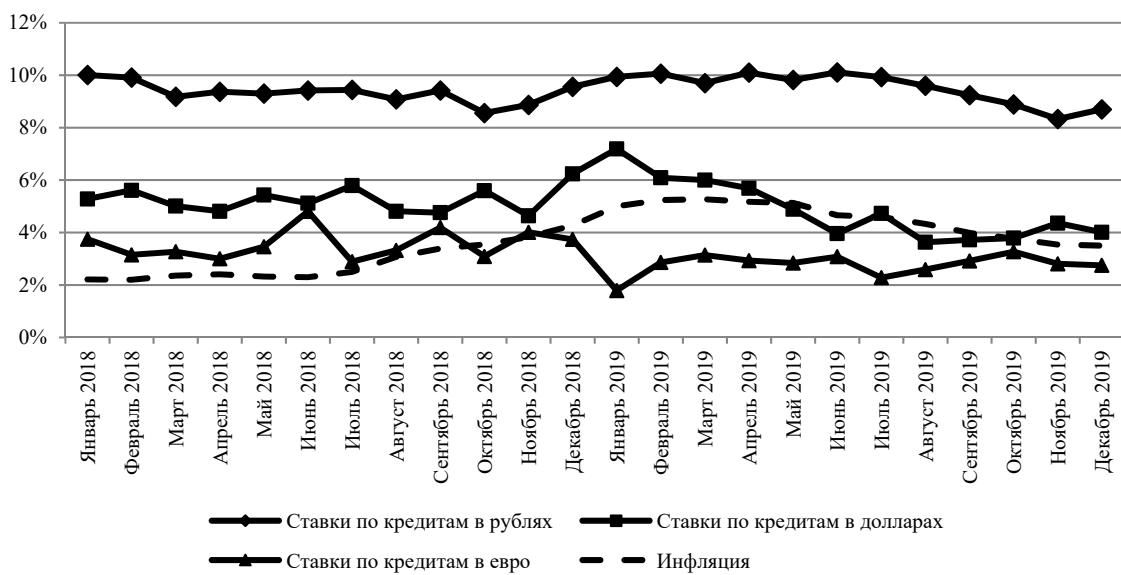


Рис. 67. Ставки по корпоративным кредитам

Источник: Банк России.

С 1 января 2020 г. утратили силу Инструкция ЦБ РФ № 180-И «Об обязательных нормативах банков», а также Инструкция № 112-И «Об обязательных нормативах кредитных организаций, осуществляющих эмиссию облигаций с ипотечным покрытием». Вместо них с 2020 г. действует Инструкция Банка России № 199-И «Об обязательных нормативах и надбавках к нормативам достаточности капитала банков с универсальной лицензией». Новый подход предусматривает расчет обязательных нормативов по классам контрагентов и позволяет высвободить капитал банков для обеспечения дополнительных возможностей при кредитовании реального сектора экономики.

В Инструкции № 199-И выделяется категория заемщиков «инвестиционный класс» с пониженным коэффициентом риска – 65% (в настоящее время – 100%) при отнесении их к I или II категории качества в целях формирования резервов и допуска ценных бумаг заемщика к торгу на организованном рынке. Также установлен пониженный коэффициент риска 85% по требованиям к субъектам малого и среднего предпринимательства, оцениваемым на индивидуальной основе (ранее применялся коэффициент риска 100%), если финансовое положение заемщиков соответствует высшим категориям качества (определяется банками по собственным методикам в соответствии с указаниями ЦБ).

По требованиям к субъектам малого и среднего предпринимательства, оцениваемым на портфельной основе, соответствующим критериям, установленным указанной Инструкцией, сохраняется пониженный коэффициент риска 75%.

3.3.3. Кредитование физических лиц

Анализ совокупного розничного кредитного портфеля в 2019 г. свидетельствует о росте закредитованности населения: ежемесячные темпы прироста кредитов, предоставляемых банками гражданам России, варьируются в интервале от 1 до 2%, общая задолженность физических лиц по кредитам с начала 2019 г. выросла на 18,4% и на 1 января

2020 г. составила 17,6 трлн руб. В то же время, по оценкам ЦБ РФ¹, рост необеспеченного потребительского кредитования оказывает позитивное влияние на динамику потребления и ВВП, без этого фактора экономический рост был бы существенно ниже. Однако остается проблема снижения рисков для обеспечения финансовой стабильности в будущем.

В 2019 г. бюджеты домашних хозяйств после многолетнего сокращения находились в состоянии стагнации: денежные доходы (в среднем на душу населения) составили 40,9 тыс. руб. в месяц и выросли по сравнению с 2018 г. на 6,1%, тогда как реальные располагаемые доходы населения увеличились только на 0,8%. В сложившихся условиях позитивная роль потребительского кредитования состояла в поддержании объема расходов населения на конечное потребление и в стабильности сбережений домашних хозяйств.

О некотором улучшении кредитного климата в стране в 2019 г. свидетельствует ряд обстоятельств. Так, по итогам IV квартала 2019 г. компанией FICO зафиксировано повышение индекса кредитного здоровья, рассчитываемого по данным Национального бюро кредитных историй (НБКИ). На конец 2019 г. индекс достиг значения 96 пунктов, и, таким образом, показатель вернулся к отметкам до декабрьского кризиса 2014 г., когда из-за падения цен на нефть и обвала курса рубля регулятор резко поднял ключевую ставку до 17% годовых². Расчет индекса предполагает определение доли «плохих» долгов, в качестве которых рассматриваются займы, просроченные более чем на 60 дней в течение последних 6 месяцев.

По данным ЦБ РФ, на середину 2019 г. количество обращений (жалоб), поступивших в Центробанк по теме «Потребительское кредитование», снизилось по сравнению с 2018 г. на 5,4% и составило 28,2 тыс. Тем не менее кредитование физических лиц остается одной из наиболее острых проблем в работе банков с клиентами: на долю потребительского и ипотечного кредитования приходится соответственно 38,1 и 10,2% от общего числа жалоб (40,5 и 16,7% в 2018 г.). Чаще всего обращения граждан связаны с погашением кредитов, включая отказы от их реструктуризации и рефинансирования (24,5%), с навязчивым автоинформированием (14,4%), а также с несоблюдением прав граждан при осуществлении деятельности по возврату ими просроченной задолженности (11,1%).

Оценки представителей банковского сообщества в отношении состояния рынка потребительского кредитования в России заметно расходятся. Одни видят серьезные риски в интенсивном росте объемов потребительского кредитования, другие говорят об отсутствии глобальной закредитованности российских заемщиков. При этом последние полагают, что не существует каких-либо предпосылок для возникновения кредитного «пузыря» в ближайшей перспективе. В качестве аргументов при обосновании повышения кредитного спроса указывается на рост номинальных зарплат и снижение процентных ставок, одновременно подчеркивается, что платежеспособность клиентов удостоверяется высоким уровнем досрочных погашений.

Преувеличенные опасения в отношении закредитованности населения подтверждаются также соотношением объема потребительских кредитов и объема вкладов, которое

¹ Оценка вклада роста необеспеченного потребительского кредитования и автокредитов в рост потребления и ВВП. Доклад ЦБ РФ «Ускоренный рост потребительских кредитов в структуре банковского кредитования: причины, риски и меры Банка России». Июнь 2019 г.

² URL: <https://www.nbki.ru/company/news/?id=27458>.

по итогам 2019 г. составило 57% при допустимом соотношении 80–90% (как в странах Евросоюза), что свидетельствует о сохраняющемся потенциале роста кредитования физических лиц.

Необходимо обратить внимание на заинтересованность банков в наращивании объемов потребительского кредитования для роста собственных доходов в условиях сужающейся процентной маржи. Неуклонный рост (а в III квартале 2019 г. – даже опережение) процентных доходов банков от предоставления кредитов физическим лицам по сравнению с кредитованием юридических лиц является существенным стимулом расширения кредитного предложения населению, но содержит риск последующего «перегрева» рынка (рис. 68).

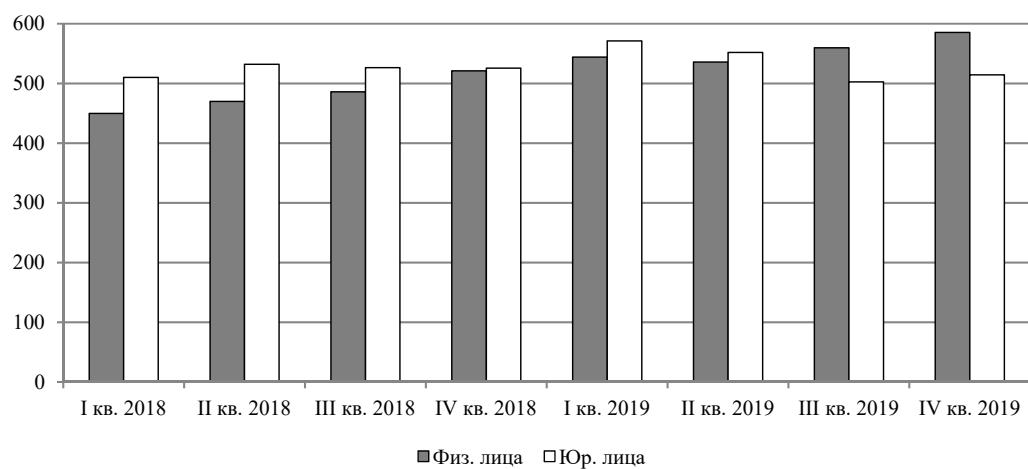


Рис. 68. Процентные доходы банков по кредитам физическим и юридическим лицам, млрд руб.

Источник: Банк России. URL: <http://www.cbr.ru/credit/forms/>.

Центральный банк, Минэкономразвития и Минфин России неоднократно высказывали обеспокоенность по поводу расширения потребительского кредитования, предпринимают конкретные действия по его ограничению.

Одним из факторов, который в скором времени должен повлиять на политику банков, стало введение Банком России с 1 октября 2019 г. в регулирование показателя долговой нагрузки (ПДН), подразумевающего установление надбавок к коэффициентам риска в зависимости от состояния кредитного портфеля. ПДН рассчитывается как отношение суммы среднемесячных платежей по всем кредитам заемщика к величине его среднемесячного дохода и учитывается при выдаче кредита на сумму свыше 10 тыс. руб., при решении об увеличении кредитного лимита по кредитной карте, при продлении срока действия договора кредита или при реструктуризации задолженности. Ранее кредитные организации использовали этот показатель в аналитических целях. Данное обстоятельство призвано стать сдерживающим фактором для экспансии банков на рынке потребительского кредитования: большинство кредитных организаций теперь будут вынуждены скорректировать свои методики с учетом новых требований ЦБ РФ и более избирательно подходить к кредитованию в высокорисковых сегментах.

Помимо этого, с 31 января 2019 г. вступили в силу поправки в Федеральный закон «О кредитных историях», в соответствии с которыми россиянам присваивается персональный кредитный рейтинг, представляющий собой балл, рассчитанный автоматически на основе кредитной истории. На величину этого рейтинга влияют наличие просрочек по кредиту, уровень долговой нагрузки, количество запросов на проверку кредитной истории и другие показатели. Введение персонального кредитного рейтинга должно помочь банкам более оперативно принимать решение о выдаче кредита, сокращать операционные издержки, при этом доступность кредитов для категорий граждан с невысоким рейтингом будет снижаться, что, в свою очередь, может повлиять на дифференциацию процентных ставок и замедление роста совокупного объема кредитного портфеля.

По данным ЦБ РФ, за 2019 г. объем рублевых ипотечных кредитов, предоставленных физическим лицам – резидентам, вырос на 17% до 7,5 трлн руб. Этому способствовало регулярное снижение ключевой ставки, которое Банк России осуществил 5 раз в течение 2019 г. Увеличение спроса на ипотечные кредиты в условиях рекордно низких процентных ставок по ипотеке во многом определялось потребностью населения в решении жилищной проблемы. Определенную роль в росте спроса на ипотеку в текущем периоде сыграл также переход к новой системе покупки жилья с применением проектного финансирования и использованием счетов эскроу. В соответствии с этой схемой застройщики вынуждены брать кредиты на строительство в банках, что в ближайшей перспективе приведет к удорожанию квартир в новостройках.

Рынок микрофинансирования в начале 2019 г. испытывал влияние Закона № 554-ФЗ, принятого в конце 2018 г. и предусматривающего значительное ограничение по такому наиболее дорогому для граждан виду кредитования, как «микрозаймы до зарплаты». Последствием внедрения нового регулирования стало снижение годовой процентной ставки по данному виду финансовых услуг. Главными ограничениями при этом стали: уменьшение максимально возможной ставки по микрозайму с 1,5 до 1% в сутки и сокращение наибольшей суммы требований с 2,5-кратного размера изначально взятой в долг суммы до 2-кратного. Благодаря этим мерам к концу 2019 г. максимальная годовая процентная ставка существенно снизилась и составила 365%, тогда как в предыдущем году ее максимальный уровень достигал 841%.

Несмотря на указанное нововведение, во II квартале 2019 г. рынок микрофинансирования вновь продемонстрировал рост основных показателей деятельности: портфель микрозаймов за полгода вырос на 16%, квартальный объем выдач – на 11%. Одновременно продолжился рост просроченной задолженности: показатель NPL 90+ (просроченная задолженность от 90 дней) в конце июня достиг рекордного значения в 27,3%, что, возможно, свидетельствует об агрессивной стратегии «захвата рынка» в ущерб его качеству в преддверии нового раунда ограничений, вступающих в силу в 2020 г., а также о влиянии процесса дигитализации и расширении онлайн-канала предоставления PDL-займов (Pay Day Loans – краткосрочные кредиты до 30 дней).

Инерционный сценарий для ситуации на рынке потребительского кредитования и рынке микрофинансирования в 2020 г. предполагает некоторое замедление темпов роста объемов под влиянием макропруденциальной и денежно-кредитной политики Банка России. Вынужденное сокращение предложения по розничному кредитованию отразится на ценовой политике коммерческих банков, что может привести к снижению ставок по

вкладам и депозитам, к росту комиссий и тарифов. Если меры правительства и Центробанка по охлаждению рынка потребительского кредитования будут реализованы, то можно ожидать повышения объема кредитования юридических лиц.

В случае нарастания кризисных явлений в экономике под воздействием негативных факторов (падение цен на нефть, повышение инфляции, девальвация рубля) возможны сокращение объемов кредитования, рост ставок, падение доходов банков. Рецессия в финансово-банковской сфере может спровоцировать наступление рисков неплатежей, что, в свою очередь, приведет к серьезной переоценке кредитных портфелей банков, к росту расходов на создание резервов и к потерям капитала кредитных организаций. При таком сценарии развитие ситуации будет зависеть от стабилизационных мер, принимаемых правительством и Центральным банком РФ, от их полноты и своевременности.

3.3.4. Ресурсы банковского сектора

Наиболее значимыми компонентами ресурсов банковского сектора по-прежнему являются вклады физических лиц (31,6% всех банковских пассивов), депозиты юридических лиц за исключением кредитных организаций (19,1%), средства организаций на расчетных счетах (11,4%), привлеченные кредиты банков, в том числе Банка России (11,0%).

Вклады физических лиц на рублевых и валютных счетах банков к концу 2019 г. достигли 30,5 трлн руб., прирост за истекший год составил 2,1 трлн руб., или 7,3% (в 2018 г. увеличение объема средств населения в банках было на уровне 8,9%). Замедление темпов прироста вкладов граждан в течение последних двух лет связано с переходом от сберегательной к потребительской и инвестиционной моделям поведения населения. Темпы роста потребления в условиях стагнации реальных доходов обеспечивались активизацией роста кредитной задолженности перед банками. В то же время наблюдалось некоторое оживление интереса населения к инвестициям в недвижимость и операциям на фондовом рынке.

Прирост банковских вкладов был обеспечен в первую очередь приращением рублевых вкладов на 9,9% (в 2018 г. – на 7,6%). Объем средств на валютных счетах в рублевом эквиваленте за истекший год снизился на 2,2% (за предшествующий год прирост составил 13,7%). Однако с учетом динамики курса доллара (ослабление рубля в 2018 г. и укрепление в 2019 г.) в минувшем году зафиксирован прирост долларового эквивалента вкладов в иностранной валюте на 9,8%, в то время как за 2018 г. аналогичный показатель снизился на 5,7% (*рис. 69*).

Уровень долларизации¹ вкладов населения остается умеренным: за 2019 г. доля средств на валютных счетах в рублевом эквиваленте в общем объеме вкладов снизилась с 21,5 до 19,6%, что обусловлено в первую очередь укреплением рубля.

Другой важнейший компонент ресурсной базы российских банков – депозиты корпоративных клиентов – увеличился за 2019 г. на 0,14 трлн руб., или на 4,6%, достигнув 18,5 трлн руб. По сравнению с предыдущим годом темпы прироста таких депозитов существенно сократились (в 2018 г. прирост составил 29,3%). Данное обстоятельство в первую очередь связано с сокращением валютных депозитов. Однако с учетом динамики курса доллара снижение долларового эквивалента валютных депозитов замедлилось: 1,2% в 2019 г. против 5,8% в 2018 г. (*рис. 70*).

¹ Учитываются все вклады в иностранных валютах.

РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА в 2019 году

тенденции и перспективы

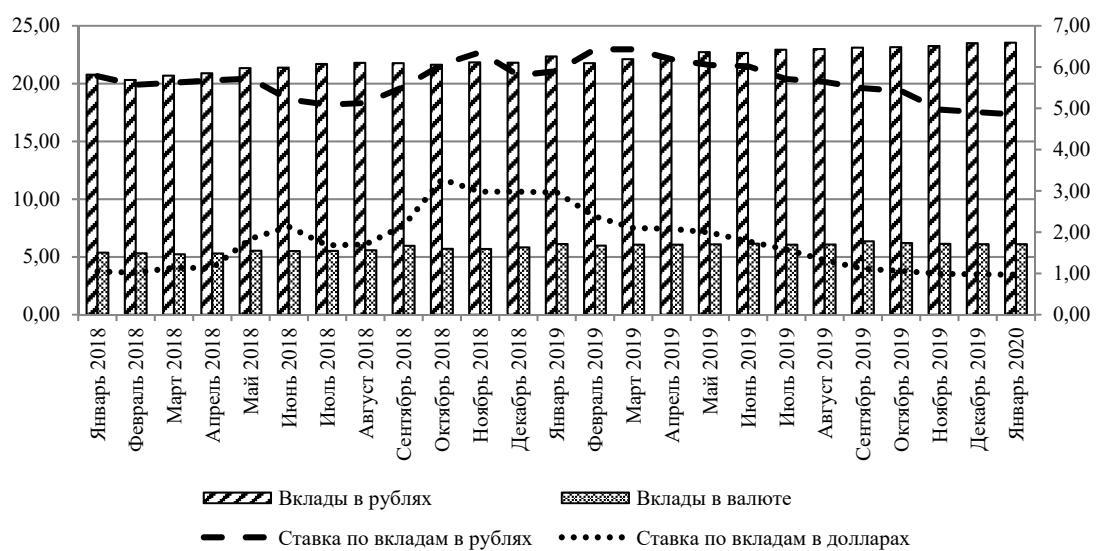


Рис. 69. Объемы привлечения средств во вклады физических лиц (трлн руб. – ось слева) ось слева и ставки по вкладам (%)

Источник: Банк России.

Уровень процентных ставок по рублевым депозитам снизился на 15,8% (в 2018 г. – прирост на 7,1%), сокращение по долларовым депозитам было еще более существенным – 64,7%, тогда как в 2018 г. прирост составил 102,1%. В конце 2019 г. многие банки прекратили прием средств в евро на депозитные счета юридических лиц в связи с тем, что ставки по депозитам в странах Евросоюза ушли в отрицательную зону.

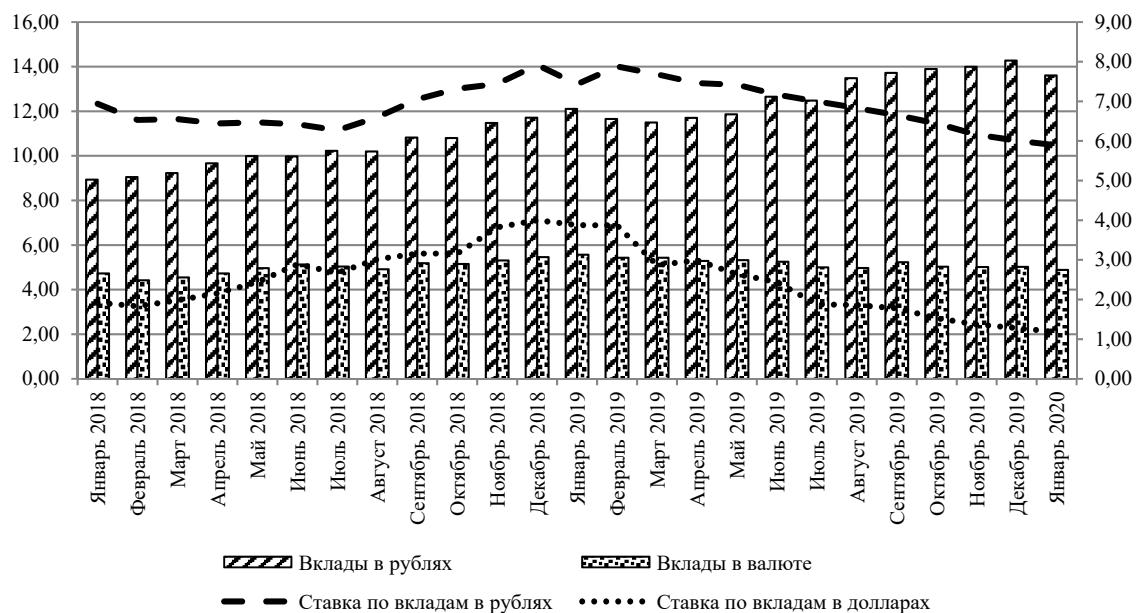


Рис. 70. Объемы привлечения средств на депозиты юридических лиц (трлн руб. – ось слева) ось слева и ставки по депозитам (%)

Источник: Банк России.

Транзакционные беспроцентные счета¹ в минувшем году демонстрировали стабильный рост: общий объем счетов данного типа за минувший год увеличился на 5,7% (за 2018 г. – на 7,9%), достигнув уровня 11 трлн руб.

Долговые обязательства банков остаются не слишком привлекательными финансовыми инструментами для клиентов: по сравнению с процентными депозитами объемы эмиссии незначительны. Общий объем эмитированных облигаций на конец 2019 г. достиг 1,9 трлн руб. (в 2018 г. – 1,3 трлн руб.), прирост за год – 41,1% (за предыдущий год – на 9,7%). Объем выпущенных векселей составил 0,38 трлн руб., снизившись на 12,8% (в 2018 г. – прирост на 2,5%). Общий объем эмитированных депозитных и сберегательных сертификатов сократился на 75,8% (за 2018 г. – снижение на 61,0%) и остается на невысоком уровне – 0,04 трлн руб.

Спад заимствований на межбанковском рынке свидетельствует о снижении зависимости от наиболее волатильных источников фондирования. За год объем полученных кредитов и депозитов от банков-резидентов уменьшился на 8,3% (в 2018 г. – на 3,3%).

Вместе с тем продолжилось снижение объема привлечения средств от банков-нерезидентов, за год они сократились в рублевом эквиваленте на 32,3% (в 2018 г. – прирост на 20,7%).

Что касается заимствований в ЦБ РФ, то за истекший год зафиксировано снижение на 6%, тогда как в 2018 г. наблюдался значительный прирост – на 29,3%. Учитывая краткосрочный характер заимствований, можно сделать вывод об улучшении состояния банковской ликвидности.

Уровень концентрации банковских ресурсов остается высоким. На долю 5 крупнейших по величине активов кредитных организаций приходится 65,5% вкладов физических лиц (в 2018 г. данный показатель находился на отметке 65,1%), 59,2% депозитов юридических лиц (61,2%). Несколько снизилась (24,7%) доля средств, привлеченных банками за счет кредитов ЦБ РФ (в 2018 г. – 32,9%).

В 2020 г. при нарастании кризисных процессов, вызванных нефтяным кризисом и коронавирусной пандемией, возможны усиление инфляции и девальвация рубля, что приведет к повышенному спросу на иностранную валюту и сокращению сбережений в рублях. В случае реализации такого сценария стабильность ресурсной базы банков будет обусловлена продолжительностью кризисных процессов и мерами правительства и ЦБ РФ.

¹ Средства юридических и физических лиц на расчетных, текущих счетах, средства в расчетах, средства клиентов по факторинговым и форфейтинговым операциям.

